

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

INTERMARKET TECHNICAL ANALYSIS

**TRADING STRATEGIES
FOR THE GLOBAL
STOCK, BOND, COMMODITY
AND CURRENCY MARKETS**

John J. Murphy



**Wiley Finance Editions
JOHN WILEY & SONS, INC.**

New York · Chichester · Brisbane · Toronto · Singapore

**МЕЖРЫНОЧНЫЙ
ТЕХНИЧЕСКИЙ
АНАЛИЗ**
ТОРГОВЫЕ СТРАТЕГИИ
ДЛЯ МИРОВЫХ РЫНКОВ
АКЦИЙ, ОБЛИГАЦИЙ,
ТОВАРОВ И ВАЛЮТ

Джон Дж. Мэрфи

Москва
Диаграмма
1999

**Издание осуществлено
при финансовом содействии
банка «Визави»
107120, Москва, Большой Полуярославский пер., 10 стр. 2**

Перевод с английского
Дозоров А., Дозорова Т.

Редактор перевода
Самотаев И.В.

Джон. Дж. Мэрфи

Межрыночный технический анализ. – М.: Диаграмма, 1999. – 317 с.

ISBN 5-900082-05-08

Copyright © 1991 by John J. Murphy
Published by John Wiley & Sons, Inc.
© Перевод на русский язык, оформление.
Издательство Диаграмма, 1999.

Содержание

От автора.....	11
Предисловие автора к русскому изданию	13
Предисловие д-ра А. Элдера	15
Глава 1. Новые горизонты технического анализа.....	17
Все рынки взаимосвязаны	18
Как это влияет на технический анализ	18
Цель этой книги	19
Четыре рыночных сектора: валюты, товары, облигации и акции	20
Основные предпосылки межрыночных исследований	20
Межрыночный анализ как источник вспомогательной информации	22
Опора на внешние, а не на внутренние данные	22
Особое внимание уделяется анализу фьючерсных рынков.....	23
Важная роль товарных рынков	24
Ключевые отношения между рынками	25
Структура книги.....	25
Глава 2. Кризис 1987 года с точки зрения межрыночных связей	29
Низкий уровень инфляции и подъем рынка акций.....	29
Обвал рынка облигаций – сигнал тревоги для рынка акций.....	31
Роль доллара	34
Краткое резюме ключевых межрыночных отношений	36
Опережение и отставание курса доллара	36
Резюме	37
Глава 3. Товарные цены и облигации	39
Ключевая роль инфляции	39
Экономическое обоснование	41
Развитие рынков в 80-х годах	41
Облигации и индекс CRB после событий 1987 года	43
Как технический аналитик может использовать эту информацию	49
Комбинированный технический анализ рынков товаров и облигаций	54
Использование анализа относительной силы.....	54
Роль краткосрочных процентных ставок	54

Важность динамики рынка казначейских векселей	56
Необходимо отслеживать все рынки	56
Некоторые значения корреляций	58
Резюме	59
Глава 4. Зависимость между облигациями и акциями	61
Финансовые рынки держат оборону	61
Основания на рынках облигаций (1981) и акций (1982)	62
Облигации как опережающий индикатор акций	63
Рынки облигаций и акций следует анализировать вместе	72
Как учитывать длительные периоды опережения?	73
Рынки краткосрочных процентных ставок и рынок облигаций	73
Правило “трех шагов и падения”	74
Историческая перспектива	75
Роль экономического цикла	76
Какова роль доллара?	76
Резюме	77
Глава 5. Товарные рынки и доллар	79
Курс доллара и товарные цены движутся в противоположных направлениях	79
Тенденции товарных рынков как индикатор инфляции	80
Зависимость между долларом и индексом CRB	83
Проблема опережения	86
Ключевая роль рынка золота	87
Иностранные валюты и золото	89
Золото как опережающий индикатор индекса CRB	92
Комбинированный анализ доллара, золота и индекса CRB	95
Резюме	97
Глава 6. Зависимость между долларом, процентными ставками и акциями	99
Товарные рынки: отставание или опережение?	100
Доллар и краткосрочные процентные ставки	100
Зависимость между долгосрочными и краткосрочными ставками	105
Зависимость между долларом и фьючерсами на облигации	107
Зависимость между долларом и фьючерсами на казначейские векселя	108
Зависимость между долларом и рынком акций	111
Последовательность изменений курса доллара, процентных ставок и рынка акций	114
Зависимость между рынками товаров и акций	114
Золото и рынок акций	116
Золото – ключ к пониманию важнейших межрыночных связей	117
Разница процентных ставок	118
Резюме	118
Глава 7. Индексы товарных рынков	121
Товарные цены, инфляция и политика ФРС	122
Как строится индекс CRB	122
Исследование корреляций различных групп	123
Рынки зерновых, металлов и нефтепродуктов	124
Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и индексом спотовых цен CRB	124
Как строится индекс спотовых цен CRB	124

Зависимость между ценами на промышленное сырье и продукты питания	125
Индекс Journal of Commerce (JOC)	126
Графическое сравнение различных товарных индексов	126
Зависимость между ценами на продукты питания и промышленное сырье	126
Индекс JOC и индекс цен на промышленное сырье	129
Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и индексом JOC	130
Зависимость между процентными ставками и товарными индексами	132
Индекс CRB – более сбалансированная картина	134
Групповые индексы фьючерсных цен CRB	135
Зависимость между индексом CRB и групповыми индексами зерновых, металлов и энергоносителей	136
Зависимость между рынками энергоносителей и металлов	139
Роль рынков золота и нефти в системе межрыночных связей	140
Связь фьючерсов на металлы и энергоносители с процентными ставками	141
Товарные рынки и политика ФРС	142
Зависимость между индексом CRB и индексами PPI и CPI	144
Связь процентных ставок с индексами CRB, PPI и CPI	146
Резюме	147
Глава 8. Международные рынки	149
Мировые рынки акций	150
Обвал мировых рынков в 1987 году	153
Британский и американский рынки акций	155
Американский и японский рынки акций	160
Мировые процентные ставки	166
Мировые рынки облигаций и мировая инфляция	168
Мировые межрыночные индексы	171
Товарный индекс журнала “Экономист”	171
Резюме	176
Глава 9. Группы акций	177
Группы акций и соответствующие товарные рынки	177
Зависимость между индексом CRB и рынком облигаций	178
Зависимость между ценами на золото и акции золотодобывающих компаний	179
Почему золотые акции сияют ярче золота	186
Зависимость между ценами на нефть и акции нефтяных компаний	187
Новая грань анализа расхождений	191
Акции, чувствительные к процентным ставкам	192
Зависимость между ссудно-сберегательными акциями и индексом Доу-Джонса	193
Зависимость между ссудно-сберегательными акциями и облигациями	193
Зависимость между ссудно-сберегательными акциями и индексом CRB	196
Зависимость между акциями крупнейших банков и совокупным индексом Нью-Йоркской фондовой биржи	198
Зависимость между акциями золотодобывающих компаний и крупнейших банков	199
Резюме	201
Глава 10. Коммунальный индекс Доу-Джонса как опережающий индикатор рынка акций	203
Зависимость между коммунальным и промышленным индексами Доу-Джонса	203
Рынок облигаций опережает пики коммунального индекса	206

Зависимость между коммунальным индексом и рынком облигаций за более длительный период	210
Зависимость между индексом CRB, рынком облигаций и коммунальным индексом	212
Рынок облигаций, коммунальный и промышленный индексы Доу-Джонса	214
Резюме	215
Глава 11. Анализ относительной силы товарных рынков	217
Анализ групп	218
Индивидуальное ранжирование	218
Анализ коэффициентов	218
Коэффициенты относительной силы	218
Сравнение групп	219
Графики коэффициентов товарных групп	220
Анализ группы энергоносителей	223
Анализ группы драгоценных металлов	226
Коэффициент золото/серебро	229
Зависимость между золотом и нефтью	230
Индивидуальное ранжирование товарных рынков	231
Анализ некоторых товарных рынков	233
Резюме	234
Глава 12. Товарные рынки и размещение активов	237
Анализ коэффициента CRB/облигации	238
Зависимость между индексом CRB и акциями	242
Коэффициент CRB/облигации опережает коэффициент CRB/акции	246
Роль фьючерсов в размещении активов	248
Сравнение четырех фьючерсных секторов	248
Значение управляемых фьючерсных счетов	250
Почему фьючерсные портфели слабо коррелируют с портфелями акций и облигаций?	251
Товарные фьючерсы как класс активов	252
Какова степень риска?	252
Сдвиг эффективной границы	253
Резюме	254
Глава 13. Межрыночный анализ и экономический цикл	257
Хронологическая последовательность изменений на рынках облигаций, акций и товаров	258
Рынок золота опережает остальные товарные рынки	259
Когда поворачивают товарные рынки – первыми или последними?	260
Шесть стадий экономического цикла	260
Роль облигаций в экономическом прогнозировании	261
Индексы с большими и малыми сроками опережения	263
Цены на акции и товары как опережающие индикаторы	264
Медь как экономический индикатор	268
Медь и рынок акций	270
Резюме	271
Глава 14. Миф о “программной торговле”	273
Программная торговля – следствие, а не причина	274
В чем причина программной торговли?	275
Программная торговля – козел отпущения	275

Примеры из одного торгового дня	276
Графическое представление утренней динамики рынков	278
Резюме	284
Глава 15. Новое направление	287
Межрыночный технический анализ: ориентация на внешние факторы	287
Влияние глобальных тенденций	288
Технический анализ и межрыночные силы	288
Основные межрыночные принципы и связи	289
Межрыночный анализ и фьючерсные рынки	289
Товарные рынки как недостающее звено	290
Компьютеризация и глобализация	290
Межрыночный анализ – новое направление	291
Приложение	293
Глоссарий	307

От автора

Как и большинство технических аналитиков, в течение многих лет я придерживался традиционного графического анализа, опираясь на множество внутренних технических индикаторов. Однако примерно пять лет назад направление моей технической работы изменилось. В качестве консультанта Бюро исследования товарных рынков (Commodity Research Bureau – далее CRB) мне пришлось вплотную заняться анализом индекса фьючерсных цен CRB, который отражает общие тенденции товарных цен. Я и прежде всегда использовал индекс CRB при анализе товарных рынков, подобно тому, как аналитик рынка акций использует промышленный индекс Доу-Джонса. Однако постепенно я стал замечать, что между товарными и другими рынками существуют весьма любопытные корреляции. Особый интерес у меня вызвала взаимосвязь товарных рынков и рынка облигаций.

Простое наблюдение за тем, что товарные цены и доходность облигаций движутся в одном направлении натолкнуло меня на мысль, что ценовые графики содержат гораздо больше информации, чем кажется на первый взгляд, и дало толчок всем моим дальнейшим исследованиям межрыночных связей. Первоначальным объектом моего внимания стала зависимость между рынками товаров и акций: я был консультантом Нью-Йоркской фьючерсной биржи во время введения фьючерсных контрактов на индекс фьючерсных цен CRB, а фьючерсные контракты на индексы акций на бирже уже существовали. Кроме того, я следил за всеми исследованиями корреляций между различными финансовыми секторами: товаров, акций и казначейских облигаций. Результаты этих исследований подтверждали то, что я видел на графиках, а именно: *рынки товаров, облигаций и акций тесно связаны между собой, и полноценный анализ одного из секторов невозможен без учета двух других.* Позднее я расширил рамки своей работы, включив в нее доллар, ввиду его непосредственного влияния на товарные рынки и опосредованного – на рынки облигаций и акций.

1987 год стал для меня переломным. То, что казалось интересной теорией, превратилось в безжалостную действительность. Весенний обвал рынка облигаций, совпавший с бумом на товарных рынках, создал предпосылки для крушения рынка акций осенью того же года. Взаимодействие между долларом, товарными рынками, облигациями и акциями в 1987 году окончательно убедило меня в том, что игнорировать межрыночные связи уже невозможно – их изучение должно стать неотъемлемой частью технического анализа.

Одновременные рост и падение мировых рынков акций послужили для меня еще одним важным уроком 1987 года, способствовавшим более ясному видению роли международных рынков. Я заметил, что по динамике зарубежных рынков облигаций и акций часто можно заранее узнать о том, что будет происходить на на-

ших внутренних рынках. Еще одним ярким примером действия глобальных сил стал обвал американского рынка облигаций в начале 1990 года, которому предшествовало падение немецкого, английского и японского рынков. Крушение японского рынка акций в первом квартале 1990 года также явилось ранним сигналом о предстоящем падении других мировых рынков акций, в том числе и американского, которое произошло летом того же года.

Эта книга – итог длительного исследования межрыночных связей. Представленные в ней графики наглядно демонстрируют взаимозависимость различных рыночных секторов и убедительно доказывают необходимость учета этой взаимозависимости. На мой взгляд, главное достоинство межрыночного анализа в том, что он расширяет поле зрения технического аналитика. Работать на рынке, не прибегая к межрыночному анализу, – все равно, что вести машину, не глядя в зеркала. Иными словами, это крайне опасно.

Межрыночный анализ применим на всех рынках во всех регионах мира. Он обогащает технический анализ за счет изучения внешних факторов, позволяя глубже понять природу рыночных сил и получить более целостное представление о действии глобальных рыночных механизмов. Изучение динамики смежных рынков преследует ту же цель, что и использование традиционных технических индикаторов, – определить будущее направление движения цен. Межрыночный анализ не заменяет остальные технические инструменты, он просто придает техническому анализу дополнительное измерение. Он также привлекает внимание технического аналитика к таким доселе чуждым для него проблемам, как динамика процентных ставок и инфляции, политика Федеральной резервной системы, экономический анализ и экономические циклы.

Эта книга – скорее начальный, чем заключительный этап в развитии межрыночного анализа. Предстоит еще немало сделать, чтобы до конца понять, как различные рынки связаны друг с другом. Хотя описанные в книге принципы прекрасно работают в большинстве ситуаций, их следует понимать как общие закономерности, а не как жесткие механические правила. Масштабы межрыночного анализа велики: он заставляет нас напрягать воображение и расширять кругозор, однако потенциальная польза этого многократно компенсирует дополнительные усилия. У межрыночного анализа большое будущее, и я надеюсь, что, прочитав книгу, вы со мной согласитесь.

Джон Дж. Мэрфи
Февраль 1991

Предисловие автора к русскому изданию

В 1991 году, когда вышла в свет эта книга, многие финансовые аналитики сомневались в существовании связей между различными финансовыми рынками или в возможности их практического использования для прогнозирования и торговли. Теперь положение изменилось. За последнее десятилетие взаимозависимость между рынками товаров, валют, облигаций и акций стала общепризнанным явлением. Ни у кого не вызывает сомнения то, что падение процентных ставок (рост цен на облигации) было одним из факторов, способствовавших подъему рынков акций в девяностых годах. В свою очередь одной из основных причин падения процентных ставок было снижение инфляции (падение товарных цен). Все эти взаимосвязи подробно объясняются на страницах этой книги.

Наличие и важность межрыночных связей наиболее ярко проявились в международном масштабе. Валютный кризис, разразившийся в Юго-восточной Азии в середине 1997 года, потряс финансовые рынки всего мира. Повышение процентных ставок азиатскими центральными банками в целях поддержки своих дешевеющих валют вызвало падение рынков акций в этих странах (предсказуемый эффект действия межрыночных связей). Дефляционные тенденции, исходящие из Азии, привели к обвалу мировых товарных рынков, что отрицательно сказалось на странах, экспортирующих товары, таких как Австралия, Канада, Латинская Америка и Россия.

Последствия обвала российской валюты в 1998 году распространились на страны Европы и Латинской Америки и вызвали драматический переток капиталов с мировых рынков акций в надежные облигации Казначейства США. Лишь в октябре 1998, когда рынки развивающихся стран стабилизировались, в мире начался обратный процесс перевода средств из казначейских облигаций в акции.

Сейчас стала совершенно очевидной невозможность уверенно предсказать направление движения рынка акций в отдельно взятой стране, не зная, что происходит на рынках акций в других странах. Ясно также, что тенденции мировых рынков валют, товаров и облигаций оказывают огромное влияние друг на друга и на перспективы экономического развития всех стран мира, а также на их рынки акций.

Эти реалии ставят межрыночного технического аналитика в весьма завидное положение. Способность анализировать графики множества рынков дает техническим аналитикам огромное преимущество над представителями фундаментального анализа, которые обычно специализируются на изучении узкого круга рынков. Главным образом по этой причине межрыночный анализ как серьезный инвестиционный инструмент возник и получил развитие в технической среде.

В новом тысячелетии Россия, несомненно, будет играть все возрастающую роль в мировом сообществе. Благодаря огромной территории и богатым природным ресурсам Россия со временем обязательно займет свое заслуженное место одного из ключевых игроков на мировых финансовых рынках. А пока советую российским трейдерам и инвесторам, желающим разобраться во взаимосвязи мировых рынков, внимательно изучить эту книгу. Это даст им большое практическое преимущество над менее любознательными коллегами. Межрыночный технический анализ раздвинул горизонты традиционного анализа рынков, став его необходимым элементом. Он представляет собой важнейший шаг в совершенствовании практики технического анализа, добавивший в нее экономический аспект. Межрыночный технический анализ – это эффективное сочетание технического, фундаментального и экономического анализа. Обойтись без него в новом тысячелетии будет крайне трудно.

*Джон Дж. Мэрфи
Апрель 1999 г.*

Предисловие д-ра А. Элдера

Первая книга автора «Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика» уже давно стала международным финансовым бестселлером. Издательство «Диаграмма» перевело эту Библию технического анализа на русский язык и выпустило ее в Москве. А сегодня Вы держите в руках вторую книгу Джона Мэрфи «Межрыночный технический анализ».

Серьезные биржевики понимают, что финансовые рынки взаимосвязаны. Например, если валюта страны резко падает, то это отражается на том, насколько желательны ее облигации и акции для международных инвесторов. Заслуга Джона Мэрфи в том, что он облек эти и другие фундаментальные связи в язык технического анализа.

Освоив методы Джона Мэрфи, Вы сможете сопоставить графики двух различных рынков - и воспользоваться сигналами одного, чтобы определить, когда покупать или продавать другой.

Второе очень важное применение методов Джона Мэрфи - это одновременная игра на повышение одного рынка и понижение другого, так называемые спрэды. Профессионалы любят эту игру. Вместо того, чтобы рисковать капиталом, делая ставки только на повышение или понижение, они ставят деньги одновременно на повышение одного рынка и понижение другого, связанного с ним. Игра мало известна, но не нова. Подход Джона Мэрфи необычен тем, что учит ее участников пользоваться методами технического анализа.

Хочу поздравить издательство «Диаграмма» с выпуском еще одной классической биржевой книги на русском языке и пожелать читателям успехов на нашем не легком, но колоссально привлекательном рыночном поприще.

*Д-р Александр Элдер
Нью-Йорк, апрель 1999 г.*

Новые горизонты технического анализа

Все рынки взаимосвязаны – финансовые и нефинансовые, внутренние и внешние – таков один из самых поразительных выводов восьмидесятых. Рынок акций США функционирует не в вакууме – на него оказывает сильное влияние рынок облигаций. Цены на облигации во многом определяются тенденциями товарных рынков, которые зависят от динамики курса американского доллара. Рынки США оказывают воздействие на внешние рынки, а те в свою очередь влияют на американские рынки. События последнего десятилетия убедительно доказали, что все рынки так или иначе связаны между собой. В результате теория технического анализа постоянно развивается, вбирая в себя сложившиеся межрыночные отношения. *Межрыночный технический анализ – это применение технического анализа к описанным выше межрыночным связям.*

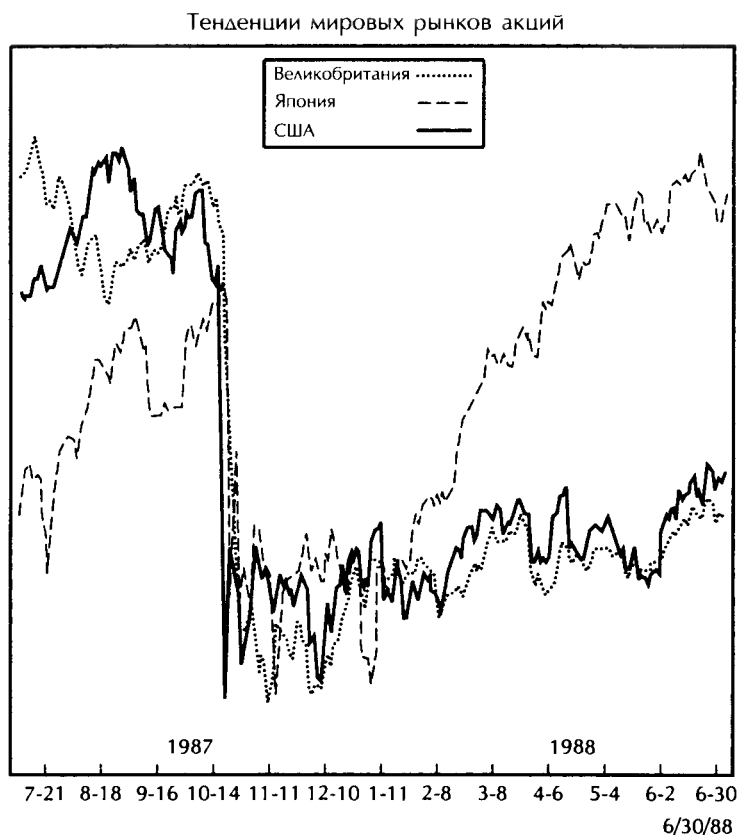
Концепция межрыночного анализа настолько очевидна, что остается загадкой, почему ранее она не привлекала внимания аналитиков. Сегодня, открывая финансовую газету на странице, содержащей информацию об акциях, нередко находишь сообщения о ценах на облигации и курсе доллара. Страница, посвященная рынку облигаций, повествует о ценах на золото и нефть, а иногда сообщает об уровне осадков в Айове и о том, как на это отреагируют цены на сою. Часто упоминаются рынки Японии и Великобритании. Дело не в том, что на финансовых рынках произошли какие-то изменения – изменился наш взгляд на эти рынки.

Вернемся в 1987 год, когда произошло сокрушительное падение американского рынка акций. Вспомните, что одновременно упали и все остальные мировые рынки акций. Вспомните также, что повышение, начавшееся на японском рынке акций, а затем на рынках других стран, помогло американскому рынку выбраться из депрессии 1987 года и подняться до новых максимумов в 1989 году (см. рис. 1.1).

Включите как-нибудь утром любимую программу деловых новостей, и вы получите представление о том, что произошло в мире за ночь: как изменился курс доллара, цены на нефть, золото, казначейские облигации, что произошло на зарубежных рынках акций. Пока мы спали, мир продолжал биржевые операции, зачастую уже предопределив утренние цены открытия на наших рынках.

РИСУНОК 1.1

Сравнение трех крупнейших мировых рынков акций: США, Японии и Великобритании. В 1987 году произошел обвал мировых рынков. Последующее восстановление рынков акций началось с Японии и продолжалось до конца 1989 года.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ВСЕ РЫНКИ ВЗАИМОСВЯЗАНЫ

Для трейдеров и инвесторов это означает, что независимо от инструмента (будь то акции американских компаний или фьючерсные контракты на золото) *изучать изолированно только один финансовый рынок больше невозможно*. Трейдеры, работающие с акциями, должны внимательно следить за рынком облигаций. Трейдеры, занимающиеся облигациями, должны изучать товарные рынки. И все должны внимательно следить за курсом американского доллара. Не следует оставлять без внимания и японский рынок акций. Так кому же нужен межрыночный анализ? Думаю, что всем. Поскольку все сектора так или иначе влияют друг на друга, разумно предположить, что знание механизма межрыночных связей будет полезно всякому, кто связан с финансовыми рынками.

КАК ЭТО ВЛИЯЕТ НА ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Технический анализ всегда был «вещью в себе». Объектом исследования являлся конкретный рынок, для анализа которого использовалось множество «внутренних» технических индикаторов. Трейдеры, занимавшиеся акциями, не отслеживали ситуацию на

рынке облигаций, а трейдеры, работавшие на рынке облигаций, не особенно интересовались динамикой товарных рынков. Изучением курса доллара занимались, главным образом, межбанковские трейдеры и межнациональные корпорации. О существовании зарубежных рынков знали, но особого интереса это не вызывало.

Технический анализ одного конкретного рынка считался вполне достаточным. Учет внешних факторов казался чем-то вроде ереси. Аналитики, интересовавшиеся тем, что происходит на других рынках, считались «перебежчиками» в стан фундаменталистов и экономистов. Сегодня положение меняется. Межрыночный анализ – это шаг в новом направлении. Теперь данные о взаимосвязанных рынках используются в тех же целях, в каких раньше использовались традиционные технические индикаторы. Аналитики рынка акций обсуждают расхождение между акциями и облигациями так, как в свое время обсуждалось расхождение рынка акций и линии роста/падения.

Рынки представляют собой неисчерпаемый источник информации. Облигации показывают, в каком направлении изменяются процентные ставки, а это в свою очередь определяет цены на акции. Товарные цены отражают уровень инфляции, которая влияет на цены облигаций и процентные ставки. Динамика курса доллара во многом определяет темпы инфляции и направление движения товарных рынков. Поскольку все рынки являются частью глобальной финансовой системы, ценные сведения о развитии рынков США дают зарубежные рынки. Задача технического аналитика – поиск всевозможных ключей к решению рыночных задач независимо от того, в какой сфере эти ключи спрятаны. Если ключ к решению технической проблемы находится на другом рынке, значит, искать его надо именно там. Коль скоро движение цен на рынках можно изучать с помощью ценовых графиков, а рынки связаны между собой, не стоит отказываться от такой полезной информации. Технический анализ изучает движение рынков. И нигде не сказано, что аналитик должен изучать движение одного рынка или только тех рынков, на которых он работает.

Межрыночный анализ – это еще один шаг на пути эволюционного развития технического анализа. Межрыночные исследования обогащают теоретическую базу технического анализа и добавляют новое звено в аналитический процесс. Далее в этой главе я подробно остановлюсь на том, почему именно технический анализ лучше всего подходит для исследований такого рода и почему он является наиболее предпочтительным инструментом межрыночного анализа.

ЦЕЛЬ ЭТОЙ КНИГИ

Задача этой книги – продемонстрировать работу механизма межрыночных связей таким образом, чтобы это стало очевидно и техническим аналитикам и приверженцам иного типа анализа. Чтобы понять мою аргументацию, не обязательно быть профессиональным техническим аналитиком, хотя некоторое знакомство с техническими принципами не повредит. Новички в области технического анализа найдут толкование основных принципов и описание используемого технического инструментария в глоссарии. Однако основное внимание в книге уделяется не новым способам использования традиционных технических индикаторов, а изучению связей между различными рынками.

Мы рассмотрим четыре рыночных сектора: валют, товаров, облигаций и акций, а также зарубежные рынки. Эта книга изучает движение рынков, поэтому в ней много иллюстративного материала. После описания основных взаимосвязей их реальное проявление на рынках демонстрируется с помощью графиков, большинство из которых говорят сами за себя.

Хотя в данном случае действуют экономические факторы, которые невозможно игнорировать, их описание будет сведено к минимуму. Межрыночные исследо-

вания невозможны без более глубокого понимания фундаментальных причин, определяющих в конечном итоге движение рынков, но, тем не менее, мы будем говорить только о движении рынков, обращаясь к экономическому анализу в тех случаях, где это необходимо. Одна из глав книги будет посвящена краткому описанию роли межрыночного анализа применительно к экономическому циклу, что позволит увидеть четкую хронологическую последовательность во взаимодействии между рынками товаров, облигаций и акций.

ЧЕТЫРЕ РЫНОЧНЫХ СЕКТОРА: ВАЛЮТЫ, ТОВАРЫ, ОБЛИГАЦИИ И АКЦИИ

Деление финансовых рынков на четыре сектора является ключевым в межрыночных исследованиях. С помощью различных наглядных средств мы покажем, как взаимодействуют эти четыре сектора. Например, тенденция курса американского доллара, как правило, противоположна тенденции цен на товарных рынках, в частности, на рынке золота. При обсуждении отдельных товаров, например, золота или нефти особый упор будет делаться на индекс Бюро по исследованию товарных рынков (Commodity Research Bureau – CRB), представляющий корзину из 21 товара и считающийся важнейшим показателем динамики цен на товарных рынках. Кроме того, будет рассмотрен ряд других товарных индексов.

Будет показана сильная обратная зависимость между индексом CRB и ценами на облигации. Если анализировать финансовую ситуацию с учетом динамики индекса CRB, события 1987 года и последующих лет предстанут в совершенно ином свете. Мы также сравним рынки облигаций и акций и продемонстрируем, что цены на облигации являются эффективным подтверждающим индикатором и часто опережают цены на акции.

Я надеюсь, читатель быстро убедится в том, что игнорирование описанных взаимосвязей лишает его важнейшей рыночной информации (см. рис. 1.2).

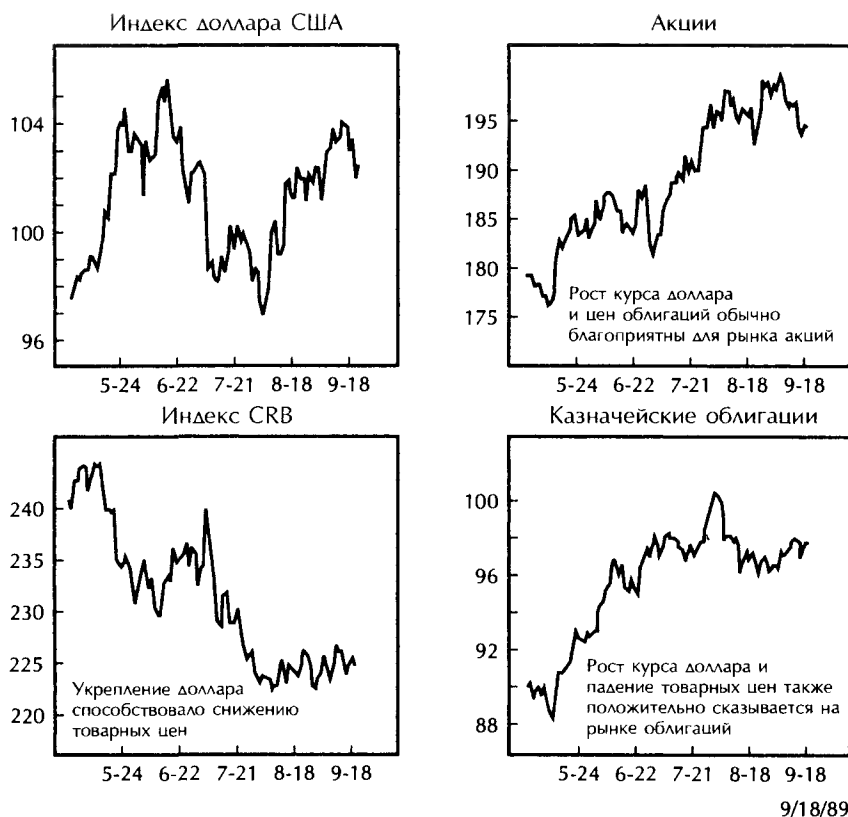
Читатель также увидит, что динамика рынка акций в конечном итоге обусловлена волновым эффектом, который затрагивает и три других сектора, – понимание этого необходимо для правильной оценки значения *программной торговли*. Финансовые средства информации и те, кто мало знаком с межрыночными исследованиями, часто без достаточных на то оснований утверждают, что падения рынка акций вызваны «программной торговлей», не задумываясь о том, что является первопричиной самой программной торговли. В главе 14 мы подробно рассмотрим это весьма противоречивое явление – программную торговлю.

ОСНОВНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ МЕЖРЫНОЧНЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Прежде чем приступить к изучению отдельных связей между рынками, мне хотелось бы изложить основные предпосылки или принципы, которых я буду придерживаться на протяжении всей книги. Это позволит очертить рамки исследования и в то же самое время укажет направление, в котором автор намерен вести своих читателей. Затем я обозначу ряд конкретных межрыночных связей, на которых будет сосредоточено основное внимание. Между различными рынками существует бесконечное множество самых разных связей, но мы ограничимся рассмотрением тех, которые я считаю наиболее полезными и которые, на мой взгляд, представляют особую значимость. После завершения общего обзора в данной главе, мы перейдем к главе 2, где вернемся к событиям 1987 года и приступим к более конкретному рассмотрению предмета исследования. Мы будем исходить из следующих предпосылок:

РИСУНОК 1.2

Сравнение четырех рыночных секторов: валют, товаров, облигаций и акций – в 1989 году. Устойчивость американского доллара с весны по осень 1989 года являлась причиной падения товарных цен. Слабость товарных рынков совпала с повышением рынка облигаций, что в свою очередь способствовало росту цен на рынке акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

1. Все рынки взаимосвязаны. Рынок не может развиваться в изоляции.
2. Межрыночные исследования являются источником важных вспомогательных данных.
3. Межрыночные исследования основываются на внешней, а не внутренней информации.
4. Предпочтительным инструментом исследования является технический анализ.
5. Особое внимание уделяется фьючерсным рынкам.
6. Используются индикаторы, ориентированные на фьючерсные рынки.

Эти предпосылки образуют фундамент межрыночного анализа. Если нам удастся доказать, что все рынки – финансовые и нефинансовые, внутренние и внешние – взаимосвязаны и являются частью общего целого, то станет ясно, насколько опасно сосредоточиваться только на одном рынке, оставляя остальные без внимания – так можно пропустить существенную информацию о направлении развития рынков. Анализ одного рынка зачастую не способен разрешить все сомнения аналитика. Он

может поведать немало интересного о перспективах обычной акции или фьючерсного контракта. Однако чаще всего показания технических индикаторов неоднозначны. Именно в таких случаях важные сведения может дать анализ смежного рынка. *Если вы сомневаетесь, ищите разрешение своих сомнений на рынках, связанных с данным.* Основная цель этой книги – показать, что межрыночные связи действительно существуют, и научить аналитика использовать их наряду с традиционными методами технического анализа.

МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ КАК ИСТОЧНИК ВСПОМОГАТЕЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ

Ключевое слово заголовка – «вспомогательный». Межрыночный анализ предоставляет *вспомогательную*, а не *основную* информацию. Традиционный технический анализ по-прежнему применяется к индивидуальным рынкам, главным образом, к тому, на котором работает аналитик. Следующий шаг – учет межрыночных связей, позволяющий оценить выводы относительно отдельного рынка в межрыночном контексте.

Предположим, результаты межрыночных исследований показывают, что тенденции двух рынков, например, казначейских облигаций и индекса CRB обычно противоположно направлены. Предположим далее, что анализ каждого из указанных рынков в отдельности прогнозирует их одновременное повышение. Поскольку последний вывод противоречит первому (о традиционной обратной зависимости между этими рынками), аналитику надо вернуться к индивидуальному анализу каждого рынка и еще раз проверить свои заключения.

Иногда традиционные межрыночные связи не просматриваются или по ряду причин оказываются временно нарушены. Что делать трейдеру, если традиционный технический анализ вступает в противоречие с межрыночным? В таких случаях предпочтение отдается все-таки традиционному анализу, но его результаты должны оцениваться особенно тщательно. Если индикаторы двух рынков, обычно развивающихся в противоположных направлениях, выдают одновременно бычьи сигналы, трейдер понимает, что показания индикаторов одного из этих рынков, скорее всего, неверны, но определить какого именно, он не может. Самый разумный подход в таких случаях – еще раз внимательно проанализировать каждый рынок в отдельности, избегая при этом решительных действий до тех пор, пока не прояснится межрыночная ситуация.

Еще одно несомненное достоинство межрыночного анализа заключается в том, что он предупреждает, когда можно действовать более агрессивно, а когда – осторожно. Трейдер может оставаться верным традиционному техническому анализу, но изучение межрыночных связей учит его не воспринимать ценовые графики отдельных рынков как неоспоримую истину. Межрыночный анализ иногда заставляет полностью пересмотреть заключения, сделанные на основе анализа одного рынка. Но в то же время не следует забывать, что межрыночный анализ лишь обогащает ранее полученные технические данные, а не заменяет их. Разбирая многочисленные примеры в последующих главах, я постараюсь разрешить это кажущееся противоречие.

ОПОРА НА ВНЕШНИЕ, А НЕ НА ВНУТРЕННИЕ ДАННЫЕ

При традиционном техническом анализе внимание обычно концентрируется на каком-то одном рынке, например, рынке акций или золота. Рынок сам предоставляет все необходимые для анализа данные: цену, объем, открытый интерес. Для исследования применяется свыше 40 различных технических индикаторов: балансовый

объем, скользящие средние, осцилляторы, линии тренда и т.д. Наряду с ними используются такие методы, как волны Эллиота и теория циклов. Цель анализа – изучение рынка отдельно от прочих внешних факторов.

Задача межрыночного анализа в корне противоположна. Он основывается на том, что ключи к пониманию перспектив развития данного рынка находятся сразу на нескольких связанных с ним рынках. Межрыночный анализ в большей степени направлен на изучение внешних факторов и представляет собой новое направление технического анализа, смещающее акцент исследования.

Несомненным достоинством технического анализа является его универсальность. Чтобы анализировать рынок техническими средствами, не нужно быть специалистом в области данного рынка. Если рынок достаточно ликвидный и может быть представлен в виде графика, технический аналитик в силах провести достаточно полный его анализ. Очевидно, что это дает техническому аналитику неоспоримые преимущества при проведении межрыночного анализа, который предполагает изучение сразу нескольких рынков.

Чтобы строить линии тренда и читать показания технических индикаторов, не обязательно быть специалистом в области акций, облигаций, валют, товаров или знать японский рынок акций. Технический аналитик вполне может делать заключения о состоянии того или иного рынка или проводить межрыночные сравнения, не разбираясь в экономической природе этих рынков. Фундаментальный анализ, в отличие от технического, предполагает изучение всех экономических факторов, которые приводят в движение каждый конкретный рынок, – задача настолько масштабная, что, по всей вероятности, ее просто невозможно решить. Главным образом по этой причине технический анализ является наиболее предпочтительным инструментом для изучения межрыночных связей.

ОСОБОЕ ВНИМАНИЕ УДЕЛЯЕТСЯ АНАЛИЗУ ФЬЮЧЕРСНЫХ РЫНКОВ

Развитие межрыночного анализа шло параллельно с расширением индустрии фьючерсов. Мы начали понимать всю важность межрыночных связей, главным образом, благодаря тому, что сейчас можно легко получить информацию о ценах на многочисленных фьючерсных рынках. Еще 15 лет назад такой возможности не существовало. Именно доступность ценовых данных на рынках фьючерсов явилась тем катализатором, который усилил интерес к изучению связей между различными финансовыми секторами.

В семидесятых годах на нью-йоркских товарных биржах традиционный набор товарных фьючерсов пополнился контрактами на товары, чувствительные к инфляции: золото и энергоносители. В 1972 году на Чикагской товарной бирже появились первые финансовые фьючерсные контракты на иностранную валюту. Начиная с 1976 года чикагские биржи ввели новую группу финансовых фьючерсов: контракты на казначейские облигации и казначейские векселя. Позднее появились фьючерсные контракты и на другие процентные инструменты: на евродоллар и казначейские ноты. В 1982 году были введены фьючерсные контракты на индексы акций. В середине восьмидесятых годов в Нью-Йорке начали заключать контракты на индекс фьючерсных цен CRB и индекс доллара США.

До 1972 года существовало четкое разделение: трейдеры по акциям следили только за акциями, трейдеры, специализирующиеся на облигациях, – за облигациями, валютные трейдеры – за валютами, а трейдеры, работающие на товарных рынках, – за товарами. После 1986 года появились сборники графиков практически по всем рынкам и секторам. Трейдер получил возможность наблюдать за дневными изменениями цен на разных фьючерсных рынках: сельскохозяйственной продукции, меди, золота, нефти, индекса CRB, индекса доллара США, валют, облигаций и индексов акций. Трейдеры брокерских фирм и банков смогли теперь видеть на сво-

их мониторах поминутные котировки и графики четырех основных секторов: товаров, валют, облигаций и фьючерсов на индексы акций. Потребовалось не слишком много времени, чтобы заметить, что четыре сектора, еще недавно казавшиеся совершенно независимыми, на деле тесно взаимосвязаны. Так возник новый подход к изучению рынков.

Параллельно за рубежом, прежде всего в Великобритании и Японии, также были введены фьючерсные контракты на индексы акций. Мир стал казаться меньше по мере того, как росла популярность финансовых фьючерсов на биржах разных стран. Таким образом, именно возникновению фьючерсных рынков 15 лет назад мы обязаны своей возможностью наблюдать за всем спектром рынков и изучать их взаимодействие.

Поэтому не удивительно, что основное внимание в этой книге будет уделяться фьючерсным рынкам. Они образуют концептуальную рамку нашего исследования, поскольку охватывают все финансовые сектора. Конечно, обсуждая фьючерсы на индексы акций или на облигации, мы тем самым говорим и о рынках акций и казначейских облигаций. Мы просто используем фьючерсные рынки в качестве «полномочных представителей» соответствующих секторов.

Поскольку основной объект данного исследования – фьючерсные рынки, я буду обращаться преимущественно к тем индикаторам, которые на них применяются. Хотя технический анализ акций и фьючерсов имеет очень много общего, существует ряд индикаторов, которые больше характерны либо для одной, либо для другой области.

В процессе изложения будут использоваться индикаторы, основанные на цене. У читателей, знакомых с традиционным техническим анализом (ценовыми моделями, линиями тренда, уровнями поддержки и сопротивления, скользящими средними и осцилляторами), не возникнет особых затруднений.

Те из читателей, кто уже знаком с моей предыдущей работой «Технический анализ фьючерсных рынков», также легко поймут эту книгу. Для новичков в области технического анализа предназначен глоссарий, в котором содержатся начальные сведения о некоторых технических принципах и инструментах. Тем не менее, я хочу подчеркнуть, что в книге использованы только самые простые элементы технического анализа, поскольку в данном случае он не является основной темой исследования. Сравнение динамики различных рынков будет проводиться методом наложения графиков. Таким образом их взаимозависимость можно будет увидеть и без знания технического анализа.

И, наконец, еще одно преимущество ценовых индикаторов, применяемых на рынках фьючерсов, состоит в том, что они облегчают сравнение различных рынков, особенно внутренних с зарубежными. Так, аналитики американского рынка акций широко используют психологические индикаторы, например, степень бычьих настроений биржевых консультантов, уровень наличности взаимных фондов, соотношение опционов пут/колл. На большинстве же рынков, которые мы будем рассматривать, отсутствуют данные для такого рода индикаторов, поэтому для межрыночного анализа, включающего в том числе и зарубежные рынки, больше всего подходят ценовые индикаторы.

ВАЖНАЯ РОЛЬ ТОВАРНЫХ РЫНКОВ

Хотя наша основная задача – исследование межрыночных связей между различными финансовыми секторами, товарным рынкам будет также уделено самое пристальное внимание. Это объясняется двумя причинами. Во-первых, на примере товарных рынков будет показано, как отношения внутри одного сектора могут стать важным источником торговой информации. Это будет особенно полезным для тех, кто работает непосредственно на товарных рынках. Вторая и более важная причина заключается в том, что, на мой взгляд, товарные рынки представляют наименее

изученное звено в цепи межрыночных связей. По целому ряду причин, о которых мы скажем позднее, появление фьючерсного контракта на индекс CRB в середине 1986 года заложило недостающее звено в межрыночную структуру и стимулировало интерес к межрыночным исследованиям.

Роль товарных рынков, которая ранее просто игнорировалась, и есть ключ к пониманию межрыночного механизма. Читатели, больше связанные с финансовыми рынками и не обращавшие особого внимания на товарные рынки, должны глубже изучить эту сферу. Поэтому я достаточно подробно рассмотрю взаимоотношения между самими товарными рынками, а затем определю место, которое занимает группа товарных рынков в целом в межрыночной структуре. Для осуществления последней задачи мне потребуются различные товарные индексы, в частности, индекс CRB. Чтобы понять, как работает индекс CRB, нужно понаблюдать за динамикой некоторых важнейших товарных секторов, таких как рынки драгоценных металлов, энергоносителей и зерновых.

КЛЮЧЕВЫЕ ОТНОШЕНИЯ МЕЖДУ РЫНКАМИ

Ниже перечислены те межрыночные отношения, которые будут обсуждаться в книге. Мы начнем с товарного сектора, а затем перейдем к трем другим финансовым секторам. Далее мы расширим сферу исследования, включив в нее международные рынки. Итак, ключевыми отношениями являются следующие:

1. Связи *внутри* групп товарных рынков, например, между рынками золота и платины, рынками сырой нефти и мазута.
2. Связи *между* группами товарных рынков, например, между рынками драгоценных металлов и энергоносителей.
3. Зависимость между индексом CRB и различными группами товарных рынков или отдельными рынками.
4. *Обратная* зависимость между рынками товаров и облигаций.
5. *Прямая* зависимость между рынками облигаций и акций.
6. *Обратная* зависимость между долларом США и различными товарными рынками, в особенности, рынком золота.
7. Зависимость между различными фьючерсными рынками и родственными группами акций, например, между рынком золота и акциями золотодобывающих компаний.
8. Связь рынков облигаций и акций США с соответствующими зарубежными рынками.

СТРУКТУРА КНИГИ

В этой главе вводится общее понятие межрыночного технического анализа и закладываются основы для будущих более подробных исследований. Описанные в главе 2 события, предшествовавшие *обвалу рынка акций в 1987 году*, представляют собой квинтэссенцию межрыночных связей и помогают наглядно продемонстрировать зависимость между четырьмя секторами. Будет показано, как динамика цен на рынках товаров и облигаций очень убедительно предупреждала о том, что повышение рынка акций, продолжавшееся до осени 1987 года, имело под собой довольно шаткие основания. В главе 3 будет подробно рассмотрена зависимость между *индексом CRB и рынком облигаций*, играющая главенствующую роль в структуре межрыноч-

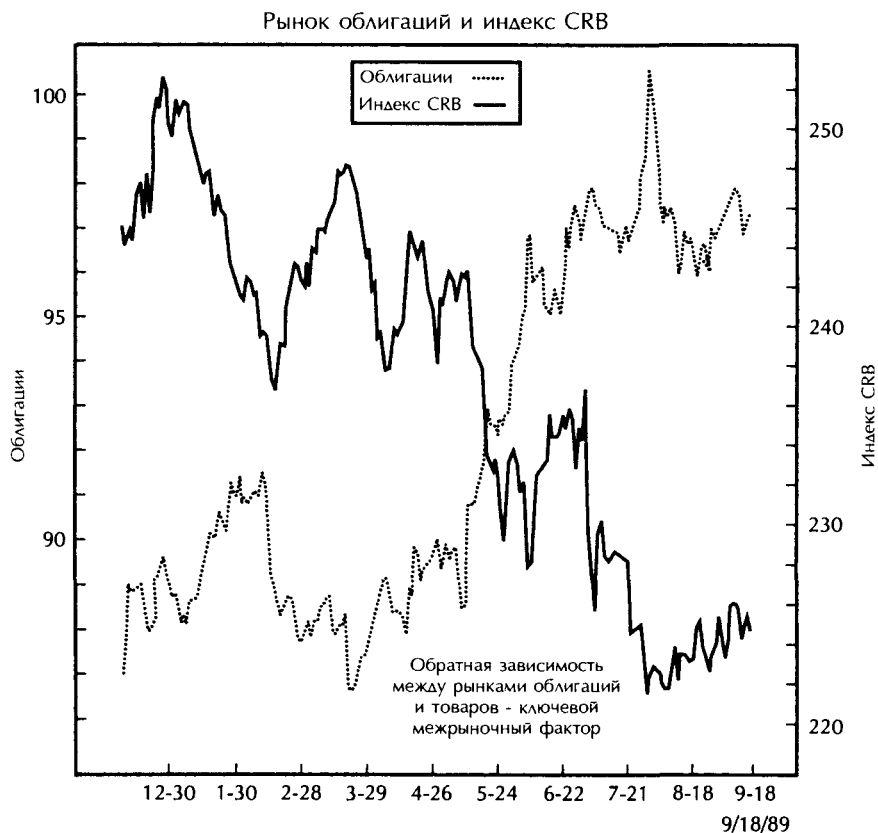
ных связей. Действительно значимых результатов в исследовании межрыночных связей можно достигнуть лишь тогда, когда станет понятна зависимость между товарными рынками и ценами на облигации (см. рис. 1.3).

В главе 4 описана прямая зависимость между облигациями и акциями. Аналитики рынка акций все чаще рассматривают динамику цен на рынке облигаций как важный индикатор силы рынка акций. В главе 5 будет исследоваться связь между товарными рынками и долларом США. Изучение взаимодействия между курсом доллара и общим уровнем товарных цен помогает понять, почему повышение курса доллара вызывает понижение цен на товарных рынках, а также повышение цен на облигации и акции. В главе 6 мы рассмотрим зависимость между курсом доллара США и процентными фьючерсами.

В главе 7 читатель погрузится в мир товарных рынков. Мы сравним прогностические способности различных товарных индексов, а также оценим их влияние на направление движения инфляции и процентных ставок. Будет подробно рассмотрен индекс CRB и множество товарных подиндексов. Читатель познакомится и с другими популярными «барометрами» товарных рынков: индексом Journal of Commerce, индексами цен на промышленное сырье, и др. В этой же главе будут показаны связи между товарными рынками и индексами цен производства и потре-

РИСУНОК 1.3

Цены на облигации и товары обычно движутся в противоположных направлениях. Эта обратная зависимость четко прослеживается в 1989 году на примере фьючерсов на казначейские облигации и индекса фьючерсных цен CRB.



бительских цен. Читатель также найдет объяснение того, как Совет управляющих Федеральной резервной системы (ФРС) использует товарные рынки для выработки денежно-кредитной политики.

В главе 8 мы рассмотрим *международные рынки*. Рынки США будут сравниваться с рынками двух других мировых лидеров: Великобритании и Японии. Читатель увидит, каким образом знание ситуации на зарубежных рынках может положительно сказаться на его инвестиционной деятельности. В главе 9 межрыночные взаимосвязи рассматриваются под иным углом зрения. Мы покажем, как динамика цен в различных фьючерсных секторах влияет на *группы акций* и отдельные акции, чувствительные к инфляции и процентным ставкам.

Коммунальный индекс Доу-Джонса считается опережающим индикатором рынка акций. Акции коммунальных компаний очень чувствительны к изменению процентных ставок и, соответственно, связаны с рынком облигаций. Глава 10 посвящена изучению того, как взаимозависимость между товарными рынками и рынком облигаций влияет на коммунальный индекс Доу-Джонса и как этот индекс в свою очередь воздействует на рынок акций в целом. В главе 11 будет рассмотрен еще один важный метод межрыночных сравнений – *анализ относительной силы*.

В главе 12 объясняется, как использовать анализ относительной силы в процессе *размещения активов*; здесь же обосновывается взгляд на товарные рынки как класс активов, заслуживающий особое место в инвестиционном портфеле. Подъемы или спады экономики обусловлены циклами деловой активности. В зависимости от стадии экономического, или делового, цикла на финансовых рынках в хронологической последовательности возникают предсказуемые пики или впадины. С помощью теории экономического цикла можно логически объяснить, почему между финансовыми и товарными рынками в определенные периоды времени возникают определенные отношения. *Экономические циклы* будут подробно рассмотрены в главе 13.

В главе 14 дается ответ на вопрос, является ли программная торговля *причиной* тех или иных изменений на рынке акций, или она, как свидетельствуют имеющиеся данные, является *следствием* различных событий на других рынках. И, наконец, в главе 15 я попытаюсь представить *общую картину* работы всех межрыночных связей. Одно дело – рассматривать отношения между двумя рынками или секторами, другое – показать работу всей системы в целом.

Должен сразу предупредить читателя, что межрыночные исследования ни в коей мере не облегчают работу аналитика. Напротив, процесс анализа значительно усложняется, поскольку приходится учитывать большие массивы информации. Межрыночный анализ, как и любой другой метод или инструмент исследования рынка, не всегда может точно расшифровать порой нечеткие, а иногда и противоречивые рыночные сигналы. Межрыночный анализ может отпугнуть исследователя еще и потому, что он требует изучения огромного объема данных и заставляет вторгаться в такие области, куда не ступала нога аналитиков, в большинстве своем имеющих очень узкую специализацию.

Взгляд на финансовые рынки в современном мире быстро меняется. Наличие мгновенных средств связи и тенденция к глобализации финансовых систем соединили мировые рынки воедино, превратив их в одну большую головоломку. Каждый рынок является составной частью этой головоломки. Информации достаточно, и она ждет своего исследователя. Вопрос не в том, нужно или нет принимать во внимание межрыночные связи, а в том, как скоро мы должны начать это делать.

Кризис 1987 года с точки зрения межрыночных связей

Большинство участников рынка акций предпочли бы забыть события 1987 года. Падение рынка акций осенью того года вызвало потрясения на финансовых рынках всего мира и породило множество кривотолков относительно истинной причины обвального падения мировых рынков акций. Многие называют частные причины, считая, что паника среди продавцов была спровоцирована различными фьючерсными стратегиями, такими, например, как программная торговля и страхование инвестиционных портфелей. Они полагают, что кризис не имел под собой никаких экономических или технических оснований. Такой узкий взгляд на причины кризиса вступает в противоречие с целым рядом фактов: крушение рынков акций произошло не только в США – оно было глобальным по своим масштабам, а в тот период на зарубежных рынках не практиковались программная торговля и страхование инвестиционных портфелей.

В главе 14 мы попытаемся доказать, что влияние, приписываемое программной торговле, на деле является одним из проявлений межрыночных связей. Более конкретная задача данной главы – еще раз проанализировать события, предшествовавшие октябрьскому кризису 1987 года, и показать, что этот кризис был неожиданным только для участников рынка акций; те, кто внимательно наблюдал за ситуацией на товарных рынках и рынке облигаций, понимали, что повышение рынка акций в 1987 году имело под собой довольно шаткие основания. В сущности события 1987 года – классический пример действия механизма межрыночных связей. Это убедительный аргумент в пользу того, почему участники рынка акций должны внимательно следить за тремя другими рыночными секторами: долларом, облигациями и товарами.

НИЗКИЙ УРОВЕНЬ ИНФЛЯЦИИ И ПОДЪЕМ РЫНКА АКЦИЙ

Прежде чем приступить к анализу событий 1987 года, посмотрим, какая ситуация сложилась в тот период на рынках товаров и облигаций. Двумя основными факторами, способствовавшими устойчивому подъему рынка акций с 1982 года, были падение цен на товары (снижение инфляции) и снижение процентных ставок (повышение цен на облигации). Цены на товары (представленные индексом CRB) падали с 1980 года. Долгосрочные процентные ставки достигли пика в 1981 году. Таким образом, окончание роста товарных цен в начале восьмидесятых годов свидетель-

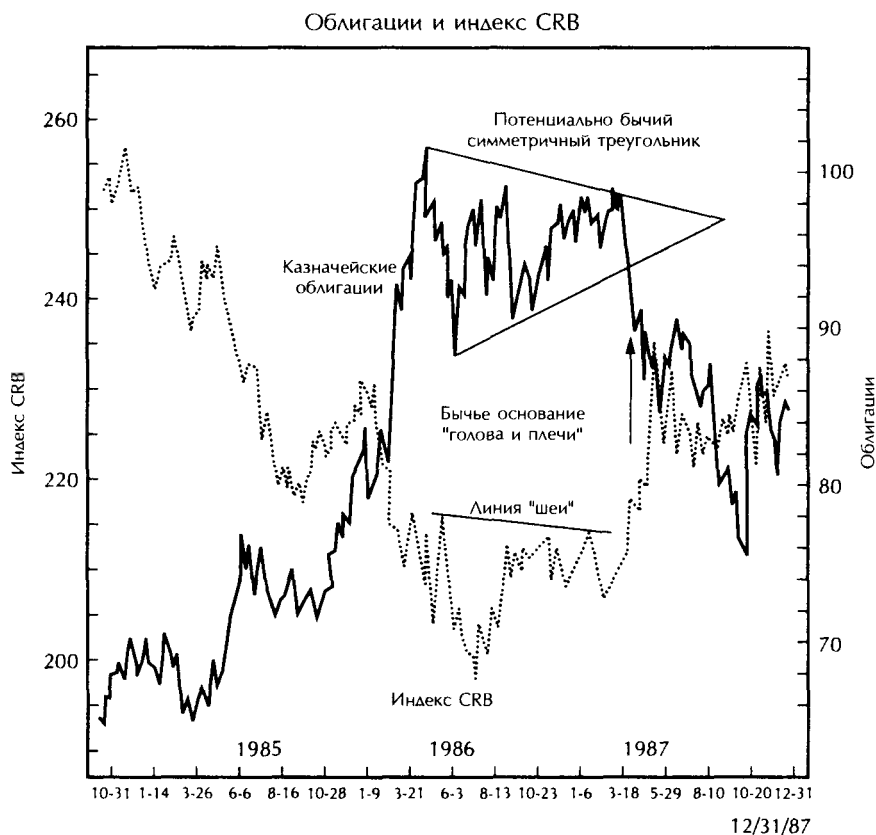
ствовало о завершении инфляционной спирали семидесятых. Последующее падение цен на товары и процентных ставок обеспечило снижение инфляции, что вызвало бычьи тенденции на рынках облигаций и акций.

В последующих главах взаимосвязи между этими рынками будут рассмотрены более глубоко. В данном разделе я лишь сформулирую основное положение: индекс CRB, как правило, движется в *той же* направлении, что и процентные ставки, но в направлении, *противоположном* движению цен на облигации. Падение товарных цен обычно вызывает повышение цен на облигации. В свою очередь рост цен на облигации способствует повышению цен на акции.

На рисунке 2.1 показана обратная зависимость между индексом CRB и казначейскими облигациями с 1985 по конец 1987 года. В 1985 году и в начале 1986 года цены на облигации росли, а цены на товары падали. Весной 1986 года товарные рынки начали выравниваться и сформировали, как потом оказалось, «левое плечо» перевернутой модели «голова и плечи». Эта долгосрочная модель основания завершилась бычьим прорывом весной 1987 года. Повышение индекса CRB в 1986 году может быть объяснено двумя весьма знаменательными событиями. Первое – взрыв

РИСУНОК 2.1

Обратная зависимость между ценами на облигации и товары четко прослеживается в 1985—87 годах. Обвал рынка облигаций весной 1987 года совпал с бычьим прорывом на товарных рынках. Бычья модель основания «голова и плечи» на графике индекса CRB предупреждала о том, что бычий «симметричный треугольник» на графике облигаций ненадежен.



на Чернобыльской АЭС в апреле 1986 года, вызвавший существенный рост цен на многих товарных рынках. Второе – цены на нефть, находившиеся в состоянии свободного падения с 32 до 10 долл., в том же месяце достигли низшей точки и начали повышаться.

На рисунке 2.1 видно, что пик цен на облигации весной 1986 года совпал с формированием «левого плеча» индексом CRB. (Рынок облигаций особенно чутко реагирует на изменения тенденций рынка нефти.) В течение следующего года рынок облигаций и индекс CRB развивались в горизонтальном направлении, что в конце концов привело к разворотам долгосрочных тенденций на обоих рынках в 1987 году. События последующих 12 месяцев – яркий пример сильной обратной зависимости между товарными рынками и рынком облигаций, еще раз доказывающий важность учета межрыночных связей.

Во второй половине 1986 года и начале 1987 года на рынке облигаций сформировалась модель, которую большинство аналитиков расценили как бычий «симметричный треугольник». Эта модель отчетливо видна на рисунке 2.1. Обычно такую модель, образованную двумя сходящимися линиями тренда, считают моделью продолжения тенденции. В данном случае это означало, что на рынке, скорее всего, должна была возобновиться бычья тенденция. Большинство технических аналитиков сходились во мнении, что треугольник, сформировавшийся на рынке облигаций, будет прорван вверх.

Такая интерпретация ценовой модели была вполне оправдана, если технический трейдер анализировал один только рынок облигаций. Однако те, кто одновременно следил за индексом CRB, должны были заметить образование им потенциально бычьей модели основания «голова и плечи». А поскольку индекс CRB и облигации обычно имеют противоположно направленные тенденции, в бычьей интерпретации треугольника явно просматривалось противоречие. Если бы индекс CRB прорвал сформировавшуюся за 12 месяцев «линию шеи», и начал резкое повышение, одновременный прорыв вверх из треугольника на рынке облигаций был бы просто необъясним.

Это яркий пример того, как на основании двух независимых технических показаний мог быть сделан вывод об одновременном повышении двух рынков, которые редко движутся в одном направлении. Трейдер, игравший на повышение на рынке облигаций, должен был, по меньшей мере, задуматься о том, что бычья интерпретация треугольника может быть ошибочной.

На рисунке 2.1 видно, что бычий прорыв индекса CRB в апреле 1987 года совпал с медвежьим прорывом на рынке облигаций. В этот момент стало ясно, что два основных фактора, способствовавшие повышению рынка акций (рост цен на облигации и падение цен на товары), перестали действовать. А теперь обратимся к тому, как складывались отношения между рынками облигаций и акций.

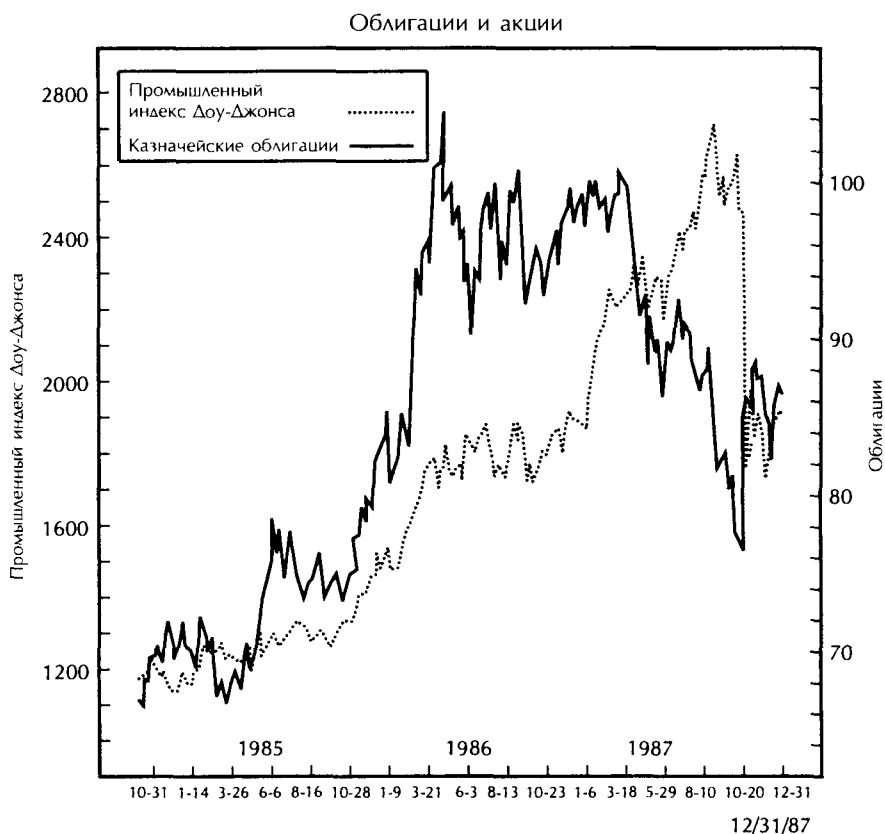
ОБВАЛ РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ – СИГНАЛ ТРЕВОГИ ДЛЯ РЫНКА АКЦИЙ

На рисунке 2.2 сравнивается динамика цен на облигации и акции за три года, предшествовавших октябрю 1987. С 1982 года цены облигаций и акций одновременно повышались. На обоих рынках в течение почти всего 1986 года наблюдалась консолидация. В начале 1987 года на рынке акций начался новый подъем, но впервые за четыре года он не был подтвержден повышением рынка облигаций. Положение усугубилось после крушения рынка облигаций в апреле 1987 года (совпавшего с ростом товарных цен). Трейдеры по акциям, следившие за рынками товаров и облигаций, должны были, по меньшей мере, догадаться, что произошли серьезные перемены и стоит задуматься о судьбе своих средств, вложенных в акции.

Как следует расценивать тот факт, что развитие рынка облигаций шло с большим опережением рынка акций? Действительно, рынок акций достиг пика в августе 1987 года, то есть через четыре месяца после обвала рынка облигаций, произошед-

РИСУНОК 2.2

Рынок облигаций обычно поворачивает вниз раньше рынка акций. Цены на облигации достигли пика в 1986 году, но настоящее их падение началось лишь весной 1987 года. Обвал цен облигаций в апреле 1987 года (который совпал с началом роста товарных цен) указал на то, что подъем рынка акций (пик которого пришелся на август) имеет под собой очень шаткие основания.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

шего в апреле. Несомненно также, что за эти четыре месяца на акциях можно было хорошо заработать (при условии своевременного выхода из рынка). Тем не менее, развитие событий на товарных рынках и рынке облигаций предупреждало участников рынка акций о том, что следует быть начеку.

Перед октябрьским кризисом многие традиционные индикаторы рынка акций выдавали сигналы к продаже. Многие популярные осцилляторы образовали отрицательные расхождения; сигналы к продаже выдавали и некоторые механические системы; за неделю до октябрьского обвала появился сигнал к продаже, основывающийся на теории Доу. Однако проблема была в том, что за предшествующие пять лет многие подобные медвежьи сигналы нередко оказывались ложными, и поэтому технические трейдеры не обратили на них должного внимания. На сей раз наблюдение за динамикой рынков товаров и облигаций могло бы заставить трейдеров больше доверять медвежьим техническим сигналам рынка акций.

Хотя повышение индекса CRB и обвал рынка облигаций не могли точно подсказать, когда следует продавать акции, они заблаговременно предупреждали о том, что настало время принять меры предосторожности. Если бы технический трейдер

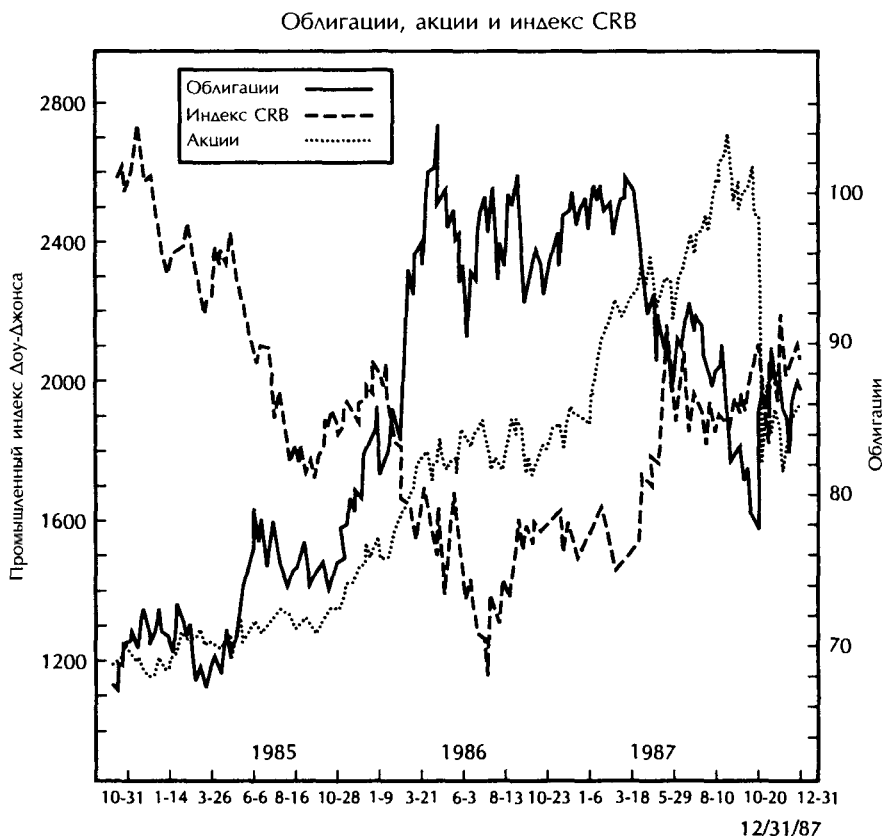
использовал в данной ситуации межрыночный анализ, он понял бы, что повышение курсов акций имеет под собой весьма шаткие основания, и воспользовался бы показаниями многочисленных индикаторов рынка акций для защиты или закрытия длинных позиций при первых же признаках медвежьего прорыва или расхождения.

На рисунке 2.3 показана динамика цен на облигации, товары и акции за тот же трехлетний период. Здесь отчетливо видно, как взаимодействовали эти три рынка с 1985 по конец 1987 года. Так, показан бычий прорыв индекса CRB, одновременный медвежий прорыв рынка облигаций в апреле 1987 года и последующий пик на рынке акций в августе того же года. Рост товарных рынков и падение рынка облигаций стимулировали резкое повышение процентных ставок. Пожалуй, именно взлет процентных ставок в сентябре-октябре 1987 года (как непосредственное следствие событий в других двух секторах) стал главным фактором, вызвавшим обвал рынка акций.

На рисунке 2.4 сравниваются доходность казначейских облигаций и промышленный индекс Доу-Джонса. Обратите внимание, что доходность облигаций, отмеченная на шкале слева, в октябре достигла двузначного числа (свыше 10%). Этот резкий скачок доходности облигаций совпал с обвалом рынка облигаций. С момента кризиса многие рыночные аналитики называли повышение процентных ста-

РИСУНОК 2.3

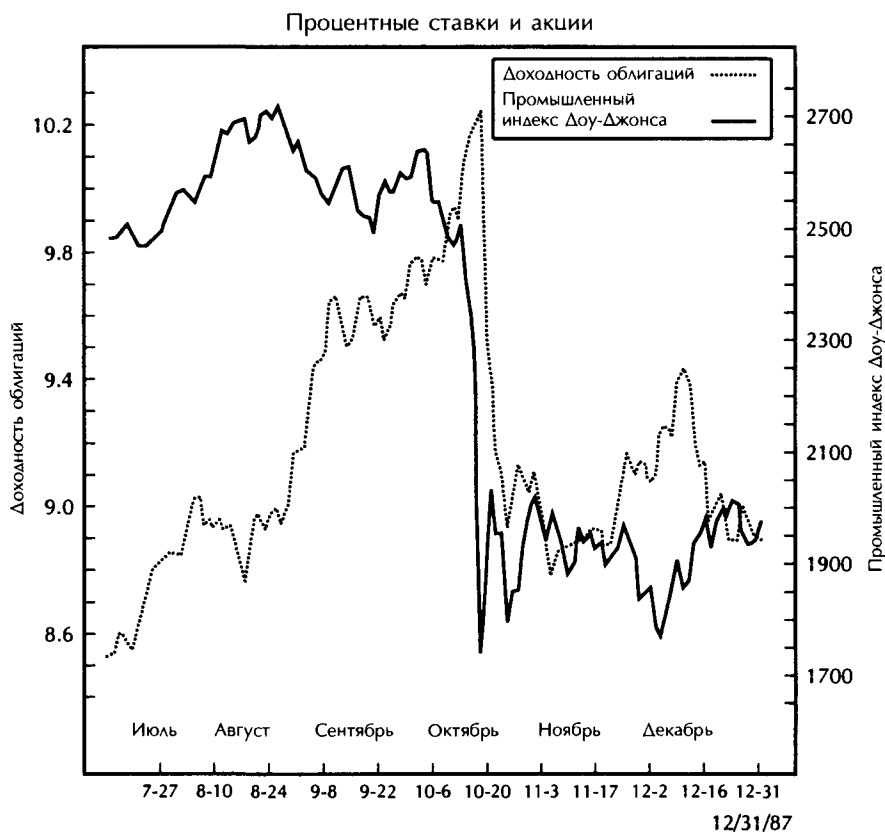
Сравнение динамики цен на облигации, акции и товары в 1985—87 годах. Пик на рынке акций во второй половине 1987 года предшествовали рост товарных рынков и падение рынка облигаций в первой половине того же года.



вок основной причиной падения рынка акций. Если это так, то весь сценарий кризиса начал разворачиваться на рынках товаров и облигаций несколькими месяцами раньше.

РИСУНОК 2.4

Резкий рост доходности облигаций летом и осенью 1987 года стал одной из причин обвала рынка акций. С июля по октябрь этого года доходность казначейских облигаций выросла с 8,5% до более чем 10%. Повышение доходности облигаций сопровождалось падением рынка облигаций и ростом товарных рынков.



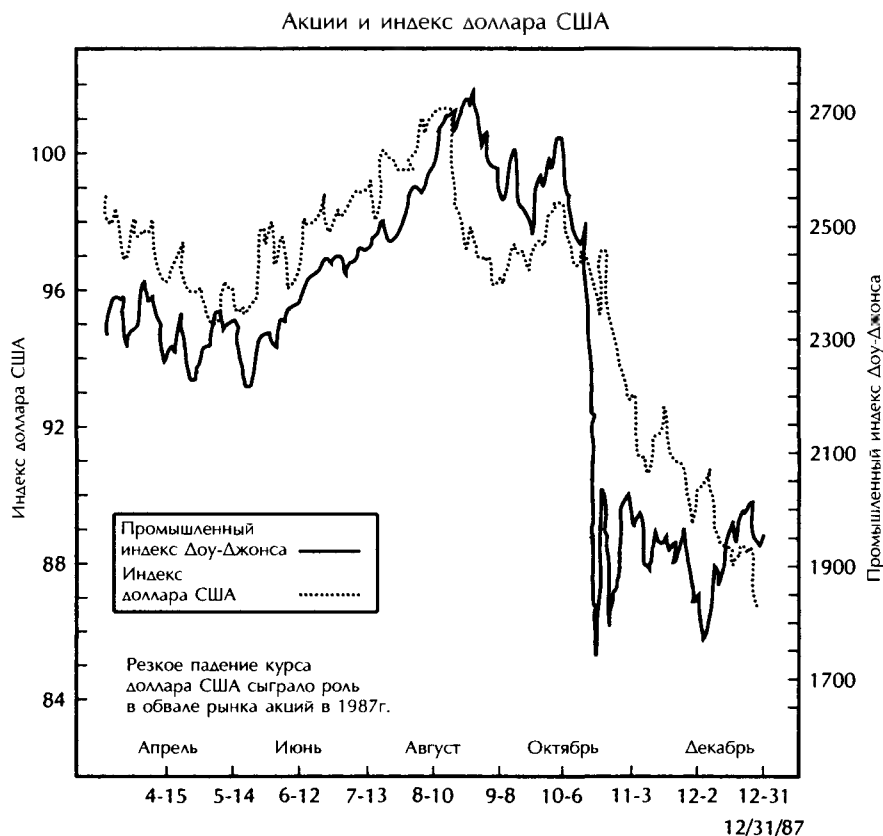
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РОЛЬ ДОЛЛАРА

Обсуждая события 1987 года, мы говорили в основном о рынках товаров, облигаций и акций. Но осенью 1987 года свою роль сыграл и доллар США. На рисунке 2.5 сравнивается динамика американского рынка акций и курса доллара. Здесь отчетливо видно, что резкое снижение курса американской валюты почти в точности совпало с падением рынка акций. Фактически курс доллара устойчиво снижался с начала 1985 года. Однако за несколько месяцев до кризиса он вдруг начал весьма впечатляющее повышение. В тот период много рассуждали о том, не начало ли это новой восходящей тенденции. Тем не менее, как мы видим на рисунке 2.5, курс доллара достиг пика в августе вместе с рынком акций. Второй неудавшийся подъем

РИСУНОК 2.5

Падение курса доллара во второй половине 1987 года также способствовало обвалу рынка акций. Двойная вершина на графике американской валюты в августе-октябре этого года совпала с образованием такой же вершины на рынке акций. Резкое ослабление доллара в октябре проходило параллельно с падением рынка акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

доллара в октябре и последовавшее за ним резкое падение почти полностью совпали с обвалом рынка акций. Очевидно, что падение курса доллара в немалой степени способствовало ослаблению рынка акций.

Посмотрите на последовательность событий, предшествовавших осеннему кризису 1987 года. Резко повысились цены на товарных рынках, что вызвало усиление инфляционных ожиданий. В то же самое время процентные ставки подскочили до двузначных величин. Доллар, пытавшийся переломить двухлетнюю медвежью тенденцию, неожиданно перешел в состояние свободного падения (еще больше усиливая инфляционные ожидания). Стоит ли удивляться тому, что на рынке акций также произошли весьма неприятные перемены? Просто поразительно, как долго держался рынок акций вопреки медвежьим тенденциям на всех связанных с ним рынках. Обвал курсов акций в конце 1987 года был неизбежен по целому ряду причин. Однако большинство этих причин проявлялось не на самом рынке акций, а в динамике других, связанных с ним рынков.

КРАТКОЕ РЕЗЮМЕ КЛЮЧЕВЫХ МЕЖРЫНОЧНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Я еще раз кратко перечислю основные межрыночные связи, проявившиеся в 1987 году. В последующих главах будет представлена более детальная классификация этих связей и дан более глубокий анализ каждой из них по отдельности. Затем я снова сведу их воедино и покажу, как работает система в целом.

- Цены на облигации и товары обычно движутся в противоположных направлениях.
- Рынки облигаций и акций обычно движутся в одном направлении. Любое серьезное расхождение между ними предупреждает о возможном развороте тенденции на рынке акций.
- Падение курса доллара со временем приводит к повышению цен на товары, что в свою очередь оказывает медвежье воздействие на рынки облигаций и акций. И, наоборот, рост курса доллара со временем вызывает ослабление товарных рынков, что способствует повышению рынков акций и облигаций.

ОПЕРЕЖЕНИЕ И ОТСТАВАНИЕ КУРСА ДОЛЛАРА

Роль доллара в кризисе 1987 года не столь очевидна, как роль рынков облигаций и акций. Несмотря на то, что резкое падение курса доллара в октябре действительно стало одной из причин ослабления рынка акций, следует помнить, что доллар к тому моменту понижался уже более двух лет. Таким образом, хотя доллар играет важную роль в системе межрыночных связей, необходимо учитывать, что иногда он движется с большим опережением. В частности, доллар достиг максимума весной 1985 года. Этот пик курса доллара породил целую цепь событий и привел в конечном итоге к бычьему развороту индекса CRB и медвежьим разворотам на рынках облигаций и акций. Однако снижение товарного индекса закончилось лишь через год после того, как курс доллара достиг пика. Медвежье воздействие падения курса доллара на рынки облигаций и акций проявляется тогда, когда связанная с этим падением инфляция начинает толкать вверх цены на товары.

Хотя мой анализ начинается с доллара, необходимо признать, что в межрыночных исследованиях отсутствует отправной пункт. Доллар влияет на товарные цены, последние влияют на процентные ставки, а те в свою очередь влияют на курс доллара. Снижение процентных ставок (1981—86 гг.) со временем приводит к ослаблению доллара (1985 г.); падение курса доллара вызывает рост цен на товары (1986—87 гг.), а также повышение процентных ставок, что в свою очередь отрицательно влияет на рынки облигаций и акций (1987 г.). Повышение процентных ставок способствует в конечном итоге росту курса доллара, цены на товары и процентные ставки достигают пика, оказывая бычье воздействие на рынки облигаций и акций. Далее весь цикл повторяется.

Таким образом, в течение некоторого времени курс доллара может падать параллельно со снижением товарных цен и повышением цен на финансовые активы. Неприятности начинаются, как только товарные рынки поворачивают вверх. Следует признать, что из четырех секторов, которые мы будем рассматривать в этой книге, роль доллара наименее ярко выражена и труднее всего поддается четкому определению.

РЕЗЮМЕ

События 1987 года – это классический пример взаимодействия различных финансовых рынков и дают ясное представление о четырех рыночных секторах. Я еще раз вернусь к этому периоду в главах 8, 10 и 13, где будут рассмотрены такие элементы межрыночного анализа как экономический цикл, международные рынки и опережающее развитие коммунального индекса Доу-Джонса. А теперь подробно рассмотрим самое важное из межрыночных отношений – связь между товарными рынками и рынком облигаций.

Товарные цены и облигации

Связь между товарными рынками и рынком казначейских облигаций является важнейшим из межрыночных отношений, исследуемых в книге. Это своего рода ось, вокруг которой выстраиваются все остальные связи. Именно обратная зависимость между товарными рынками (представленными индексом фьючерсных цен CRB) и ценами на казначейские облигации является связующим звеном между товарными рынками и финансовым сектором.

Почему это так важно? Если удастся установить наличие сильной связи между товарным сектором и сектором облигаций, то можно также говорить о взаимозависимости товарных рынков и рынка акций, поскольку цены на облигации оказывают на последний существенное влияние. Курс доллара также влияет на цены облигаций и акций. Однако это влияние осуществляется не прямо, а через товарный сектор. Движение курса доллара оказывает воздействие на товарные цены. Цены на товары влияют на облигации, а те в свою очередь влияют на акции. Таким образом, *связь между товарными рынками и рынком облигаций является ключевым межрыночным отношением, связующим воедино все четыре сектора*. Чтобы понять природу этой связи, обратимся к проблеме инфляции, играющей здесь решающую роль.

КЛЮЧЕВАЯ РОЛЬ ИНФЛЯЦИИ

Особая важность товарных цен состоит в том, что они служат опережающим индикатором инфляции. В главе 7 будет показано, что товарные рынки опережают на несколько месяцев другие распространенные показатели инфляции, такие как индекс потребительских цен и индекс цен производства. В данном разделе мы ограничимся утверждением, что *рост цен на товары является признаком инфляции, а падение цен на товары свидетельствует об отсутствии инфляции*. Периоды инфляции также характеризуются повышением процентных ставок, а периоды, когда инфляция отсутствует, характеризуются снижением процентных ставок. В семидесятых годах во время бурного роста цен на товарных рынках инфляция достигла двузначных величин, а процентные ставки превысили 20%. Товарные цены достигли пика в 1980 году, а затем начался шестилетний спад, повлекший за собой дезинфляцию и снижение процентных ставок.

Основное положение данной главы заключается в том, что *товарные рынки движутся в одном направлении с доходностью казначейских облигаций, но в противоположном – с ценами облигаций*. С начала семидесятых годов все существенные изменения долгосрочных процентных ставок сопровождались или пред-

восхищались изменениями товарных рынков в том же направлении. На рисунке 3.1 видно, что в начале семидесятых индекс CRB и процентные ставки одновременно повышались, с 1974 по 1977 год двигались в горизонтальном направлении, а затем резко пошли вверх. В конце 1980 года началось быстрое падение товарных цен. Доходность облигаций достигла высшей точки через год – в 1981 году. Затем цены на товары и доходность облигаций понижались вместе до середины 1986 года, когда оба показателя повернули вверх.

Для читателей, незнакомых с образованием цен на казначейские облигации, необходимо отметить, что *цены* облигаций и их *доходность* изменяются в обратных направлениях. Когда *доходность* облигаций растет (в период роста инфляции, например, как в семидесятых годах), *цены* облигаций падают. Когда *доходность* облигаций падает (в период дезинфляции, например, как в начале восьмидесятых годов), *цены* облигаций растут. Таким образом, можно установить обратную зависимость между *ценами* облигаций и товарными *ценами*. Если удастся доказать, что товарные цены и *доходность* облигаций движутся в одном направлении, и если учесть, что *доходность* облигаций и их *цены* изменяются в противоположных направлениях, то можно утверждать, что *цены* облигаций и товарные цены имеют противоположно направленные тенденции.

РИСУНОК 3.1

Демонстрация положительной корреляции между индексом CRB и доходностью 10-летних казначейских облигаций в 1973—87 годах. (Источник: «Белая книга индекса CRB: Исследование нетрадиционных методов применения фьючерсных контрактов на индекс CRB», Powers Research, Inc., 30 Montgomery Street, Jersey City, NJ 07302, март 1988 г.)



ЭКОНОМИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ

Не обязательно понимать, почему существуют подобные экономические связи. Важно знать, что они существуют, и уметь учитывать их при выработке торговой стратегии. Задача этой и следующей глав – показать, что эти связи действительно существуют и могут успешно использоваться в анализе рынка. Тем не менее, приятно осознавать, что движение товарных цен и процентных ставок в одном направлении можно объяснить и сугубо экономическими факторами.

Для поддержания экономического подъема требуется все больше сырья и денег. Это вызывает рост цен на товары и повышает цену самих денег (процентные ставки). С ростом цен на товары усиливаются инфляционные ожидания, что вынуждает органы, осуществляющие денежно-кредитную политику, повышать процентные ставки для обуздания инфляции. В конце концов повышение процентных ставок неизбежно приводит к замедлению экономического подъема, а затем и к спаду. Во время спада снижается потребность в сырье и деньгах, а это вызывает падение цен на товары и снижение процентных ставок. Хотя обсуждение экономической ситуации не является предметом данной главы, из сказанного выше следует, что динамика рынков товаров и облигаций может дать весьма полезные сведения о перспективах экономики.

РАЗВИТИЕ РЫНКОВ В 80-Х ГОДАХ

Сравнение рынка облигаций и товарных рынков начинается с событий, предшествующих и следующих за важнейшими разворотами 1980—81 годов, когда завершилась инфляционная спираль семидесятых и начался период дезинфляции восьмидесятых годов. Это подготовит читателя к более подробному рассмотрению динамики рынков за последние пять лет. Главная цель данной главы – показать, что *между индексом CRB и рынком казначейских облигаций существует сильная обратная зависимость* и предложить трейдеру и аналитику способы практического использования этой зависимости. Поскольку основное внимание будет сосредоточено на индексе фьючерсных цен CRB, необходимо дать краткие пояснения.

Индекс CRB, созданный Бюро по исследованию товарных рынков в 1956 году, представляет собой корзину из 21 наиболее активного товарного рынка. Это самый популярный барометр общего состояния товарных рынков, который считается эквивалентом промышленного индекса Доу-Джонса, использующегося на рынке акций. Он включает в себя рынки зерна, скота, тропических товаров, металлов и энергоносителей. В качестве базисного года принят 1967 год. Хотя многие товарные индексы предоставляют полезную информацию о тенденциях в развитии товарных рынков, именно индекс CRB общепризнанно считается основным барометром этого сектора: во первых, все составляющие его товары являются объектами фьючерсной торговли, а, во-вторых, это единственный товарный индекс, на который заключаются фьючерсные контракты. Поэтому выбор индекса CRB для межрыночных исследований вполне обоснован. Более подробно этот индекс будет рассмотрен в главе 7, где мы также сравним его с некоторыми другими товарными индексами.

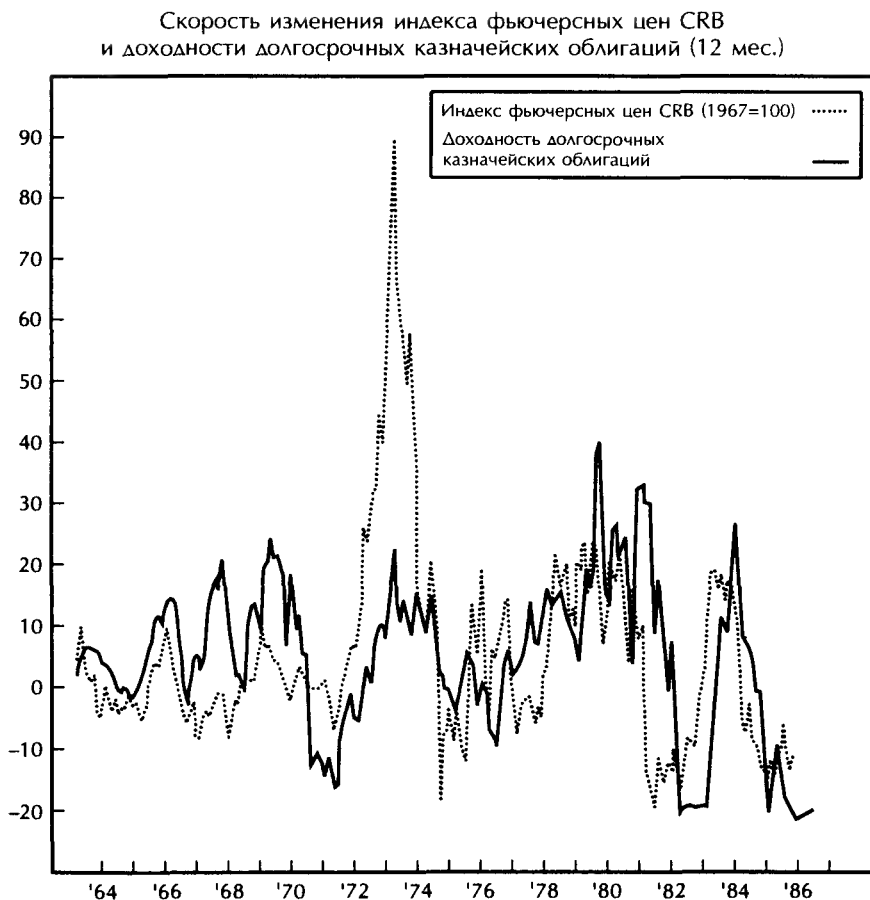
В семидесятых годах на товарных рынках наблюдался поистине взрывной рост цен, который привел к раскручиванию инфляционной спирали и повышению процентных ставок. С 1971 по 1980 год индекс CRB вырос примерно на 250%. В тот же период доходность облигаций увеличилась почти на 150%. Однако в ноябре 1980 года произошло резкое падение индекса CRB, что свидетельствовало о завершении инфляционной спирали и начале периода дезинфляции восьмидесятых годов. (Более раннее предупреждение о приближающемся пике товарных цен поступило с рынков драгоценных металлов, где падение началось в первом квартале 1980 года.) Доходность долгосрочных облигаций продолжала расти до середины 1981 и достигла пика в сентябре того же года.

Семидесятые годы характеризовались стремительным ростом товарных рынков и слабостью рынка облигаций. Через шесть лет после пика 1980 года индекс CRB упал на 40%, а доходность облигаций – примерно наполовину. Уровень инфляции снизился с 12—13% в начале восьмидесятых до своей минимальной 2%-ной отметки в 1986 году. Пик индекса CRB 1980 года подготовил почву для разворота долгосрочной нисходящей тенденции рынка облигаций в 1981 году. Сейчас, десять лет спустя, максимум индекса CRB 1980 года и минимум цен облигаций, достигнутый в 1981 году, все еще остаются рекордными.

В период дезинфляции, начавшийся в 1980 году, товарные цены падали одновременно со снижением процентных ставок (см. рис. 3.1). Эта тенденция всерьез была прервана только в период с конца 1982 по начало 1984 года, когда индекс CRB поднялся на величину, равную половине предшествующего спада. Не удивительно, что в это время росли и процентные ставки. Однако в середине 1984 года долгосрочная нисходящая тенденция индекса CRB возобновилась. Одновременно начался второй этап снижения процентных ставок, продлившийся еще два года. На рисунке 3.2 сравниваются индикаторы *скорости изменения* индекса CRB и доходности облигаций.

РИСУНОК 3.2

Связь между индексом CRB и доходностью долгосрочных казначейских облигаций в 1964—86 годах наглядно показана с помощью графиков скорости их изменения с периодом расчета 12 месяцев. (Источник: Бюро по исследованию товарных рынков.)



Хотя основное внимание в этой главе сосредоточено на взаимосвязи товаров и облигаций, следует отметить, что пик товарных рынков, пришедшийся на 1980 год, совпал с окончанием падения курса доллара США. Эта тема подробно обсуждается в главе 5. Основание на рынке облигаций в 1981 году и последующий прорыв вверх в 1982 году дали толчок к началу долгосрочной бычьей тенденции на рынке акций в том же году. Весьма поучительно, что динамика курса доллара сыграла важную роль в разворотах тенденций на рынках товаров и облигаций в 1980 и 1981 годах и что в конечном итоге события на этих трех рынках благоприятно отразились на рынке акций.

Рост рынка облигаций и падение индекса CRB в начале восьмидесятых явилось отражением дезинфляции и обеспечило более благоприятные условия для финансовых активов, за счет материальных активов. Однако в 1986 году ситуация начала меняться. Еще одним ярким проявлением взаимосвязи между товарами и облигациями стало то, что на обоих рынках в 1986 году началась смена тенденций. После шестилетнего падения цены на товарных рынках выровнялись. Одновременно процентные ставки достигли минимума, а на рынке облигаций образовался ценовой пик. В главе 2 уже говорилось о том, что в 1986 году индекс CRB начал формировать основание «голова и плечи» и что эта бычья модель предупреждала о приближающемся пике рынка облигаций. Мы уже анализировали впечатляющий пример обратной зависимости между облигациями и индексом CRB, когда крушение рынка облигаций в начале 1987 года сопровождалось взлетом индекса CRB, поэтому нет нужды повторять его здесь. Вместо этого мы сосредоточим внимание на событиях, последовавших за пиком рынка облигаций и минимумом индекса CRB 1987 года, и посмотрим, выдерживалась ли зависимость между этими рынками.

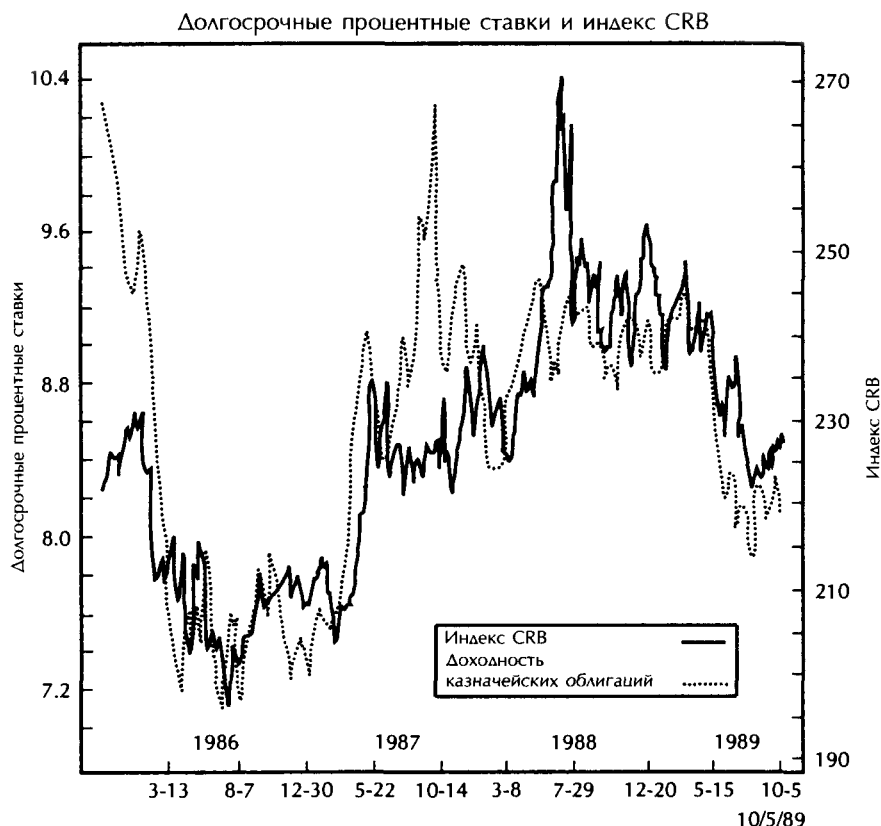
ОБЛИГАЦИИ И ИНДЕКС CRB ПОСЛЕ СОБЫТИЙ 1987 ГОДА

На рисунках 3.3—3.8 зависимость между облигациями и индексом CRB в период с 1987 года рассматривается с различных точек зрения. На рисунке 3.3 представлены графики *доходности* облигаций и индекса CRB за четыре года, с конца 1985 по октябрь 1989 года. Хотя полного соответствия между ними нет, периоды роста и падения на обоих графиках совпадают. На рисунке 3.4 индекс CRB сравнивается с *ценами* облигаций (а не их *доходностью*) на том же временном отрезке. Особый интерес на этом четырехлетнем графике представляют три момента: пик рынка облигаций и минимум индекса CRB весной 1987 года; резкий всплеск индекса CRB в середине 1988 года (вызванный повышением цен на зерно из-за засухи в штатах среднего запада), во время которого рынок облигаций находился в обороне; и, наконец, одновременное повышение рынка облигаций и понижение индекса CRB вплоть до августа 1989 года. На рисунке видно, что в течение всего этого времени сохранялась отчетливая обратная зависимость между индексом CRB и рынком облигаций.

На рисунке 3.5 более подробно представлены ценовые тенденции 1987 года и демонстрируется обратная зависимость между индексом CRB и ценами на облигации в этот период. Первая половина 1987 года характеризовалась повышением товарных рынков и понижением рынка облигаций. В течение большей части октября цены на облигации стремительно падали, что сопровождалось укреплением товарных рынков. Резкий подъем цен на рынке облигаций в конце октября (следствие оттока капитала в этот более безопасный сектор после крушения рынка акций) совпал со значительным спадом на товарных рынках. В ноябре товарные рынки опять пошли вверх, а на рынке облигаций возобновилось падение. В самом конце 1987 – начале 1988 года ситуация развивалась необычно: оба рынка одновременно росли. Однако это продолжалось недолго.

РИСУНОК 3.3

Сравнение индекса CRB и доходности казначейских облигаций в 1986—89 годах. Процентные ставки и цены на товары обычно движутся в одном направлении.



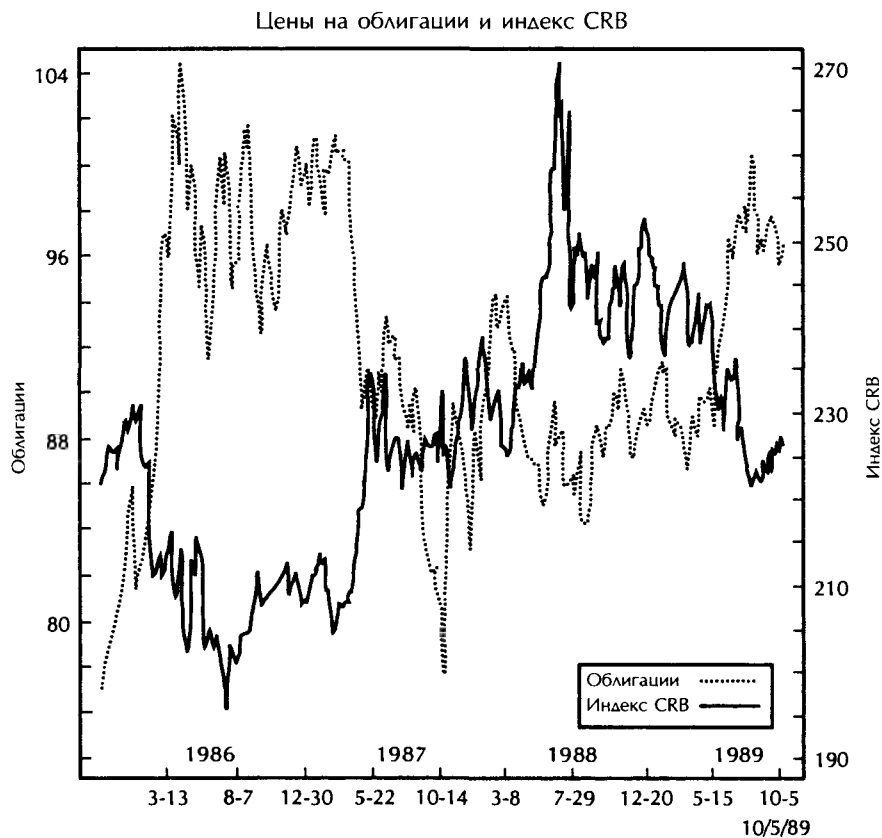
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Из рисунка 3.6 видно, что резкое повышение рынка облигаций с начала января по начало марта 1988 года сопровождалось падением индекса CRB. В марте цены на облигации достигли пика, после чего до августа продолжали падать. Мартовский пик на рынке облигаций совпал с важным минимумом индекса CRB, который затем стремительно рос до начала июля. Если в первом квартале 1988 года рынок облигаций повышался, а товарные рынки понижались, то весной и в начале лета ситуация изменилась: на товарных рынках наблюдался быстрый рост цен, а рынок облигаций падал. Этот скачок индекса CRB был вызван, главным образом, повышением цен на зерно и сою из-за сильной засухи в штатах среднего запада. Кульминацией этого повышения стал значительный пик индекса CRB в июле. Рынок облигаций достиг минимума только спустя более чем месяц после пика индекса CRB.

На рисунке 3.7 представлены события с октября 1988 по октябрь 1989 года, что позволяет более подробно рассмотреть противоположно направленные тенденции на рынках облигаций и товаров в течение этих 12 месяцев. Период с осени 1988 по май 1989 года — это период неопределенности на обоих рынках. И на том, и на другом рынке наблюдалась консолидация без четко выраженной тенденции. На рисунке 3.7 видно, что даже при отсутствии тенденции пики на одном рынке в большинстве случаев соответствовали впадинам на другом. Окончательный минимум рынка облигаций пришелся на март и совпал с важным пиком индекса CRB.

РИСУНОК 3.4

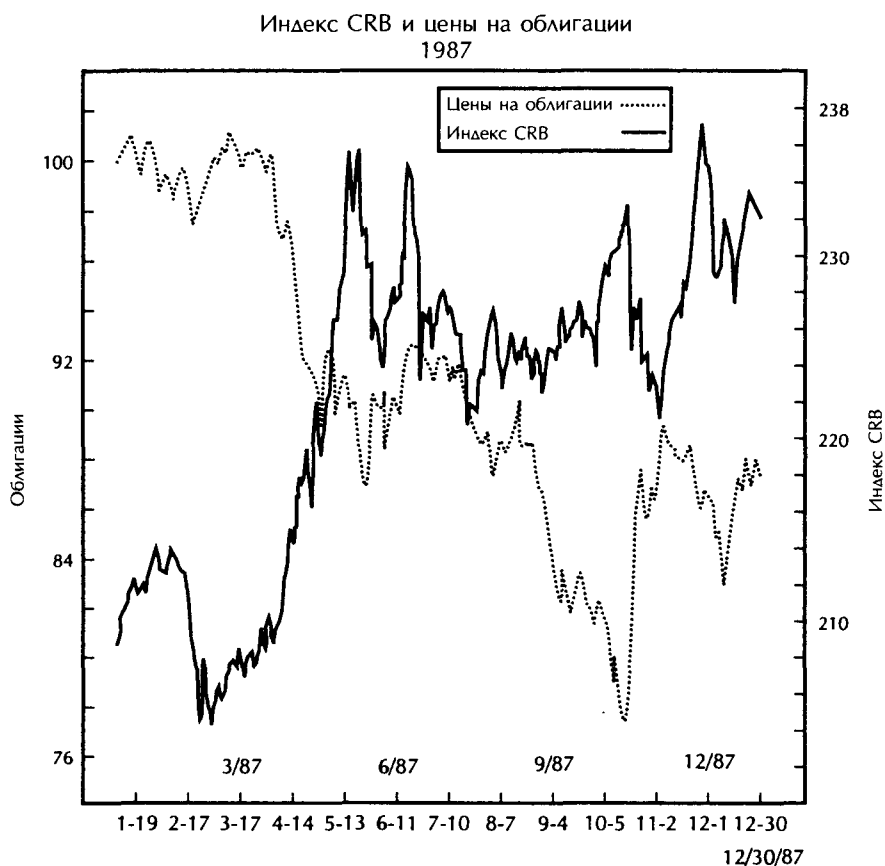
Обратная зависимость между индексом CRB и ценами казначейских облигаций четко прослеживается в 1986—89 годах.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 3.5

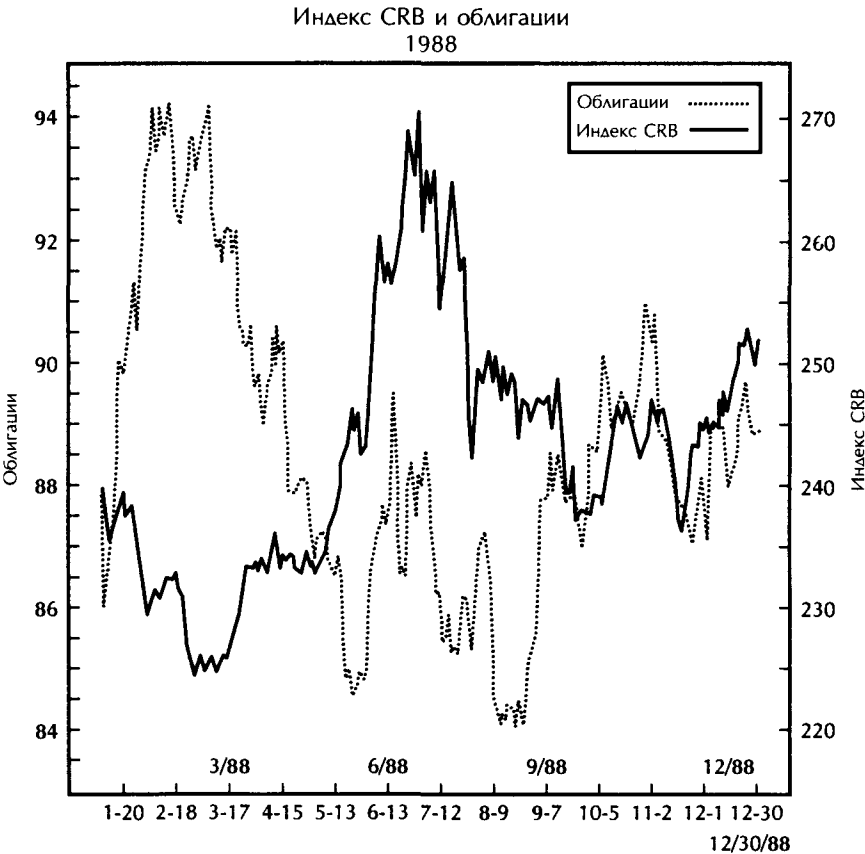
Даже в неспокойном 1987 году цены на товарных рынках и на рынке облигаций, в основном, двигались в противоположных направлениях.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 3.6

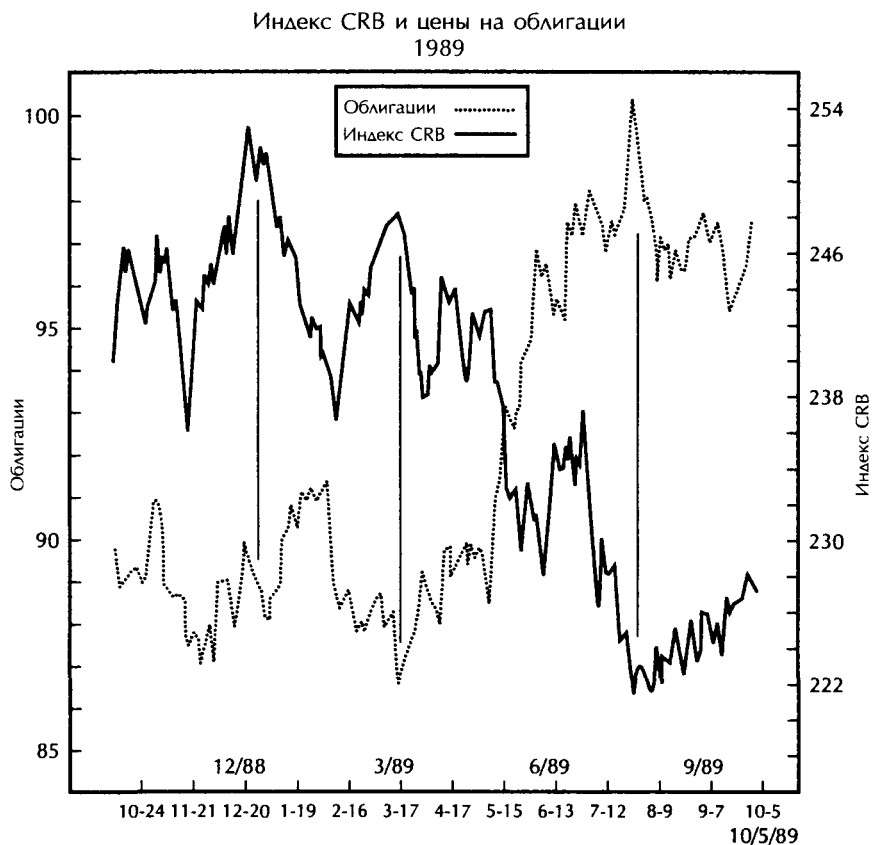
В течение 1988 года цены на облигации и товары двигались в противоположных направлениях. Пик на рынке облигаций в первом квартале совпал с началом стремительного роста товарных цен. Спустя месяц после июльского пика индекса CRB рынок облигаций повернул вверх.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 3.7

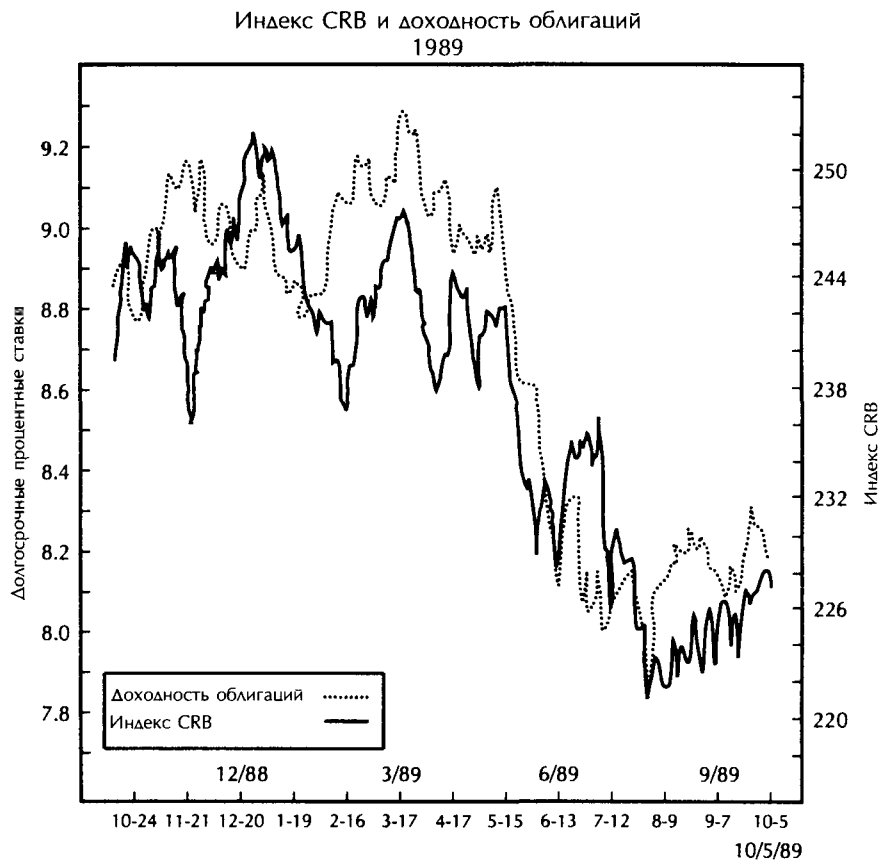
На рисунке видна обратная зависимость между индексом CRB и ценами на облигации с третьего квартала 1988 по третий квартал 1989 года. Соотносящиеся пики и впадины помечены вертикальными линиями. Прорыв вниз на товарных рынках в мае 1989 года совпал с важным бычьим прорывом на рынке облигаций. Минимуму индекса CRB в августе 1989 соответствовал пик рынка облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 3.8

На рисунке видна положительная зависимость между индексом CRB и доходностью облигаций с третьего квартала 1988 по третий квартал 1989 года. Оба показателя быстро падали в мае 1989 года, а в августе вместе повернули вверх.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Самым ярким проявлением отрицательной зависимости между рынками облигаций и товаров за 1989 год стал тот факт, что медвежий прорыв индекса CRB в мае произошел почти одновременно с бычьим прорывом на рынке облигаций. В крайней правой части рисунка 3.7 можно увидеть, что начавшееся на первой неделе августа повышение индекса CRB в точности совпало со спадом рынка облигаций.

На рисунке 3.8 индекс CRB сравнивается уже не с *ценами*, а с *доходностью* облигаций за те же самые 12 месяцев, с конца 1988 по конец 1989 года. Обратите внимание, как точно повторяют друг друга оба графика. Майский прорыв вниз индекса CRB явился надежным сигналом нового этапа понижения процентных ставок.

КАК ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИТИК МОЖЕТ ИСПОЛЬЗОВАТЬ ЭТУ ИНФОРМАЦИЮ

До сих пор мы рассматривали обратную зависимость между облигациями и индексом CRB. Теперь покажем, как технический аналитик может на практике использовать эту обратную зависимость. На рисунках 3.9 и 3.10 представлены месячные

графики индекса CRB и фьючерсных контрактов на казначейские облигации с ближайшим сроком исполнения. В нижней части графиков расположены кривые 14-месячного *стохастического осциллятора*. Для тех, кто незнаком с этим осциллятором, поясним, что сигнал к *продаже* образуется в том случае, если пунктирная линия пересекает сплошную сверху вниз и обе линии находятся выше отметки 75. Если пунктирная линия пересекает сплошную снизу вверх и обе линии находятся ниже отметки 25, то возникает сигнал к *покупке*.

Обратите внимание, что сигналы к покупке на одном рынке образуются одновременно (или чуть позже) с сигналами к продаже на другом. Таким образом, концепция подтверждения находит дальнейшее развитие. Сигнал к покупке на графике индекса CRB должен подтверждаться сигналом к продаже на графике облигаций. И, наоборот, сигнал к покупке на графике облигаций должен подтверждаться сигналом к продаже на графике индекса CRB. То есть, *теперь в качестве подтверждающих сигналов для одного рынка используются сигналы связанного с ним рынка*. Иногда сигнал на одном рынке служит опережающим индикатором для второго

РИСУНОК 3.9

Месячный график индекса CRB с 1975 по август 1989 года. В нижней части графика показан 14-месячный медленный стохастический осциллятор. Обратите внимание на основные развороты индекса в 1980, 1982, 1984, 1986 и 1988 годах. Сигналы разворота тенденций индекса CRB должны подтверждаться противоположными по направлению сигналами на рынке облигаций. (Источник: Commodity Trend Service, P.O.BOX 32309, Palm Beach Gardens, Florida 33420).

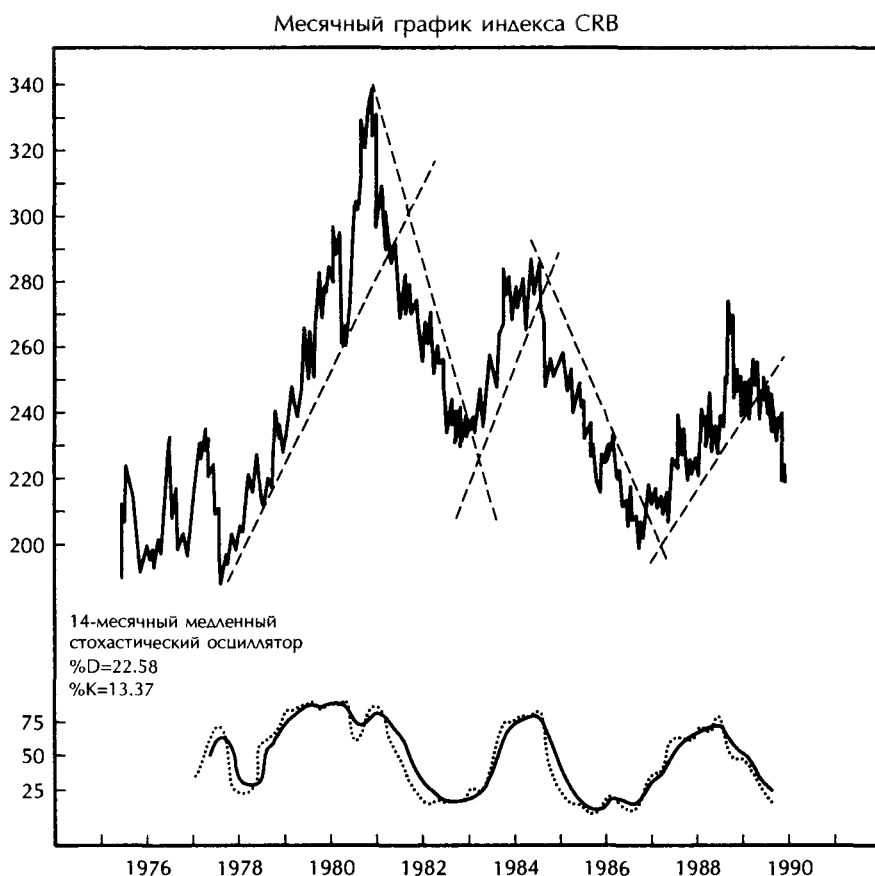
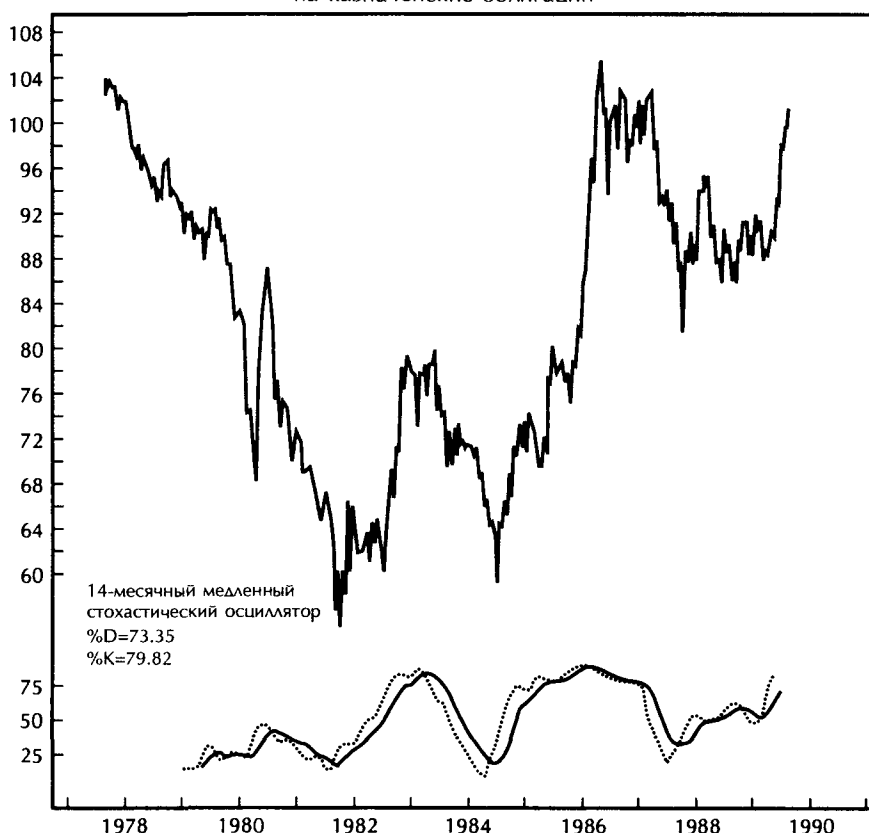


РИСУНОК 3.10

Месячный график фьючерсных цен на казначейские облигации с 1978 по август 1989 года. В нижней части графика показан 14-месячный медленный стохастический осциллятор. Обратите внимание на основные развороты рынка облигаций в 1981, 1983, 1984, 1986 и 1987 годах. Сигналы к покупке и продаже на графике казначейских облигаций должны подтверждаться противоположными по направлению сигналами индекса CRB. (Источник: Commodity Trend Service, P.O.BOX 32309, Palm Beach Gardens, Florida 33420).

Месячный график цен ближайших фьючерсных контрактов
на казначейские облигации

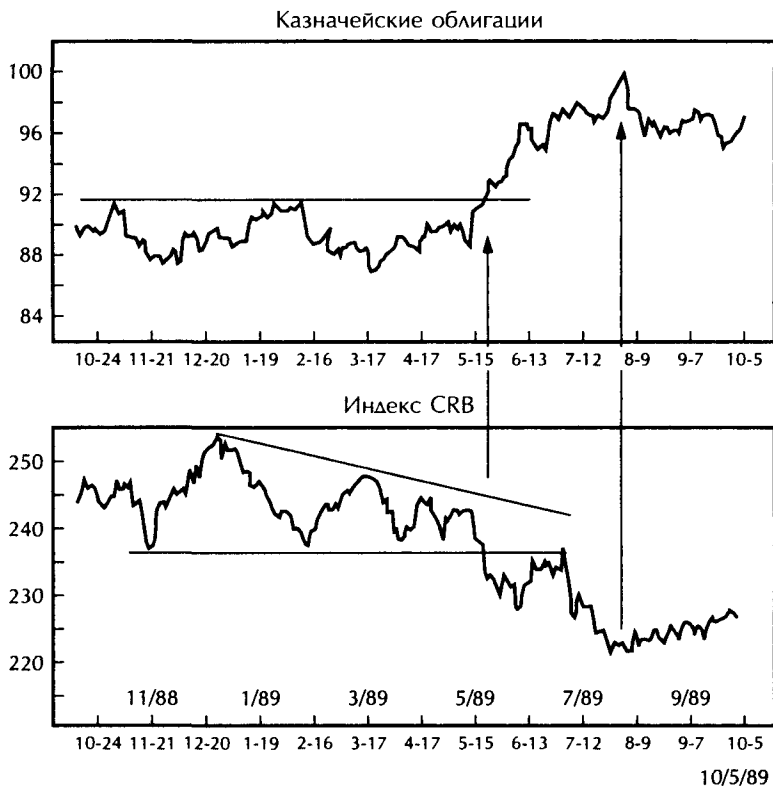


рынка. Если на двух рынках, которые обычно движутся в противоположных направлениях, одновременно образуются сигналы к покупке или продаже, трейдеру следует воспринимать их с особой осторожностью, поскольку один из них может быть ложным.

Помимо анализа стохастических сигналов, мы будем использовать обычный анализ линий тренда и ценовых прорывов. Как видно из рисунка 3.9, пик индекса CRB в 1980 году сопровождался стохастическим сигналом к продаже для товарных рынков. Этому сигналу предшествовало значительное *отрицательное расхождение* стохастического осциллятора, который затем в конце 1980 года повернул вниз. Фактически прорыв долгосрочной восходящей линии тренда индекса CRB произошел только в июне 1981 года. С ноября 1980 по сентябрь 1981 года цены на товары и облигации одновременно снижались. Однако обвальное падение индекса CRB предупреждало о том, что подобная ситуация будет продолжаться недолго. Так и слу-

РИСУНОК 3.11

«Нисходящий треугольник», сформированный индексом CRB в первой половине 1989 года, предупредил о предстоящем понижении товарных рынков и повышении рынка облигаций. Медвежий прорыв на товарных рынках в мае этого года совпал с бычьим прорывом на рынке облигаций. В конце третьего и начале четвертого квартала 1989 года товарные рынки росли, а рынок облигаций падал.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

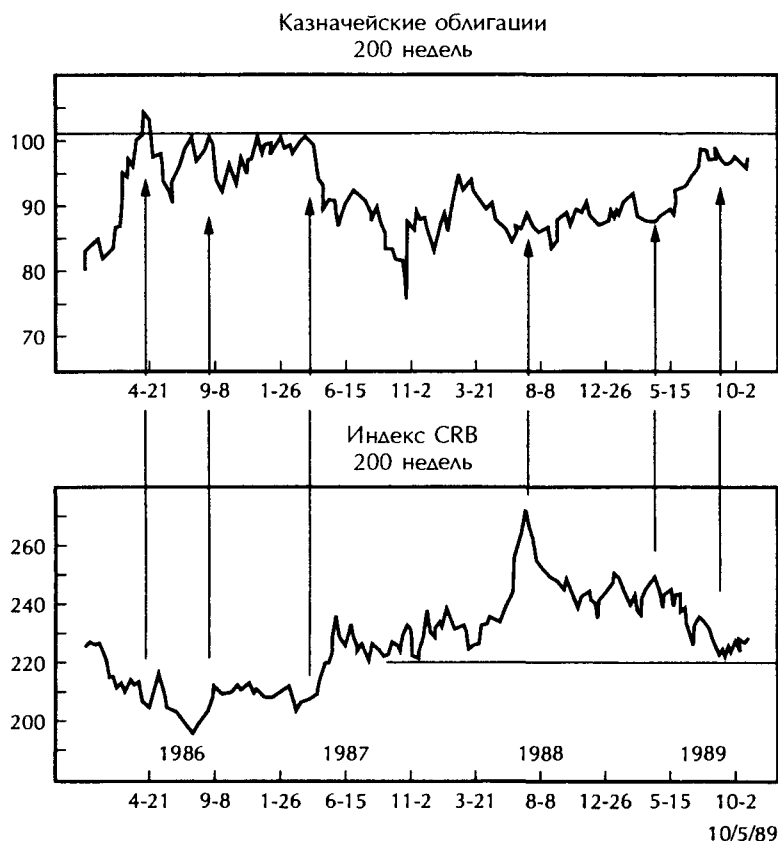
чилось: падение цен на облигации завершилось в сентябре 1981 года, когда стохастический осциллятор также начал поворачивать вверх. Обратная зависимость между двумя рынками восстановилась.

Следующий важный разворот индекса CRB произошел в конце 1982 года, когда была прорвана долгосрочная нисходящая линия тренда, и товарные рынки начали повышаться. Через пару месяцев начал стремительно падать рынок облигаций. В июне 1984 года индекс CRB прорвал восходящую линию тренда, и стохастический осциллятор образовал сигнал к продаже. Через месяц начался подъем рынка облигаций, подтвержденный стохастическим сигналом к покупке.

Далее, в 1986 году, вслед за стохастическим сигналом к продаже облигаций появился сигнал к покупке на графике индекса CRB. Он оставался в силе до середины 1988 года, когда товарные цены достигли пика. После образования стохастического сигнала к продаже индекс CRB весной 1989 года прорвал восходящую линию тренда. Первоначальный сигнал к покупке на рынке облигаций возник в конце 1987 года, а повторный – в начале 1989 года. Первый сигнал к покупке облигаций (конец 1987 г.) образовался раньше сигнала к продаже индекса CRB (середина 1988 г.). Однако серьезное повышение рынка облигаций началось только в середине 1988 года, после стохастического сигнала к продаже на графике индекса CRB.

РИСУНОК 3.12

Сравнение недельных графиков цен казначейских облигаций и индекса CRB с 1986 года по октябрь 1989 года. В начале 1987 года рост товарных рынков оказывал медвежье давление на рынок облигаций. Пик товарных цен в середине 1988 года привел к повышению цен на облигации. В конце лета 1989 года рынок облигаций столкнулся с сопротивлением у отметки 100 и начал снижаться. В тот же период индекс CRB, не сумев преодолеть поддержку у отметки 220, повернул вверх.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

На рисунке 3.11 показано, что медвежий прорыв индекса CRB в мае 1989 года в точности совпал с бычьим прорывом на рынке облигаций. Медвежий «нисходящий треугольник» на графике индекса CRB указал на предстоящее понижение товарных рынков и повышение рынка облигаций. В конце третьего квартала 1989 года рынок облигаций достиг важного уровня сопротивления – отметки 100. В то же самое время индекс CRB приблизился к отметке 220 – важному уровню поддержки. Эти два совпавших по времени события свидетельствовали о том, что рынок облигаций перекуплен и должен несколько снизиться, а товарные рынки перепроданы и будут повышаться.

В крайней правой части рисунка 3.11 видно, что спад цен, начавшийся на рынке облигаций, сопровождался подъемом индекса CRB. На рисунке 3.12 представлены недельные графики рынка облигаций и индекса CRB за 1986–89 годы. Здесь можно проследить, как цены на облигации вплотную подошли к уровню сопротивления – 100 – летом 1989 года, а индекс CRB в то же самое время снизился до уровня поддержки – 220.

КОМБИНИРОВАННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЫНКОВ ТОВАРОВ И ОБЛИГАЦИЙ

Задача предыдущего раздела состояла в том, чтобы продемонстрировать некоторые способы практического применения межрыночного анализа. Более сведущие в техническом анализе читатели, несомненно, убедились, что возможности его применения гораздо шире. Смысл подобного анализа очевиден. Тот факт, что индекс CRB и рынок казначейских облигаций движутся в противоположных направлениях, представляет огромную ценность для участников обоих рынков. Я не ставлю своей целью доказать, что один из рынков всегда опережает другой. Я просто хочу продемонстрировать, что участники рынка облигаций могут получить ценную информацию, наблюдая за событиями в товарном секторе. И, наоборот, знание наиболее вероятных перспектив развития рынка облигаций позволяет трейдерам на рынках товаров точнее прогнозировать направление движения товарных цен. Такой комбинированный анализ можно проводить с помощью месячных, недельных, дневных и даже внутрисуточных графиков.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ АНАЛИЗА ОТНОСИТЕЛЬНОЙ СИЛЫ

Еще одним важным техническим инструментом сравнения рынков товаров и облигаций является анализ относительной силы, или анализ коэффициентов. Анализ коэффициентов, при котором параметры одного рынка делятся на параметры другого, позволяет сравнивать относительную силу двух рынков и служит еще одним полезным наглядным методом сопоставления динамики рынка облигаций и индекса CRB. В этом разделе мы лишь вкратце покажем, как используется анализ относительной силы, а более подробно этот метод будет рассмотрен в 11 и 12 главах.

Рисунок 3.13 состоит из двух частей. В верхней рамке показаны наложенные друг на друга графики индекса CRB и цен на облигации за три года с конца 1986 по конец 1989 года. Нижний график представляет собой кривую коэффициента, полученного делением индекса CRB на цены облигаций. Когда коэффициент растет, например, как с марта по октябрь 1987 года или с марта по июль 1988 года, это означает, что товарные рынки сильнее рынка облигаций, и, следовательно, инфляционное давление возрастает. В такой ситуации финансовые рынки, каковыми являются рынки облигаций и акций, переживают трудные времена. Пик коэффициента, образовавшийся летом 1988 года, ознаменовал конец двухлетнего повышения этого показателя и свидетельствовал о том, что давление инфляции достигло максимума. С этого момента началось укрепление финансовых рынков. (Другие распространенные показатели инфляции, такие как индекс потребительских цен и индекс цен производства, достигли пика только в начале 1989 года – почти полгода спустя.)

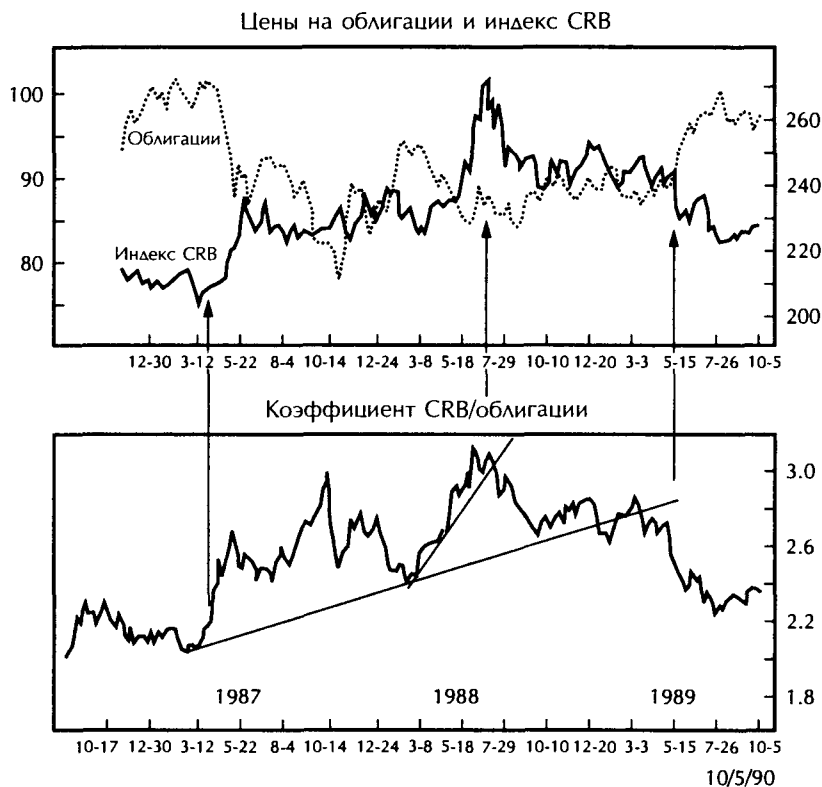
В середине 1989 года на графике коэффициента вновь произошел прорыв вниз из долгосрочного горизонтального коридора, что означало новый существенный сдвиг в соотношении товарных рынков и рынка облигаций. Падение кривой коэффициента указывало на то, что инфляционное давление продолжает ослабевать (медвежий признак для товарных рынков) и что маятник качнулся в сторону финансовых рынков. С этого момента началось быстрое повышение рынков облигаций и акций.

РОЛЬ КРАТКОСРОЧНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Все процентные ставки изменяются в одном направлении. Поэтому может показаться, что прямая зависимость между индексом CRB и доходностью долгосрочных облигаций распространяется и на краткосрочные процентные ставки, например, на ставки по 90-дневным казначейским векселям или на евродоллар. Краткосрочные процентные ставки менее стабильны и быстрее реагируют на изменения денеж-

РИСУНОК 3.13

На нижнем графике показана динамика коэффициента, полученного делением индекса CRB на цены казначейских облигаций, с 1987 по октябрь 1989 года. Если коэффициент растет, значит товарные рынки сильнее рынка облигаций, что является инфляционным признаком. Падение коэффициента свидетельствует об отсутствии инфляции, что благоприятно сказывается на рынке облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

но-кредитной политики. Попытки Совета управляющих ФРС внести поправки в денежно-кредитную политику, увеличивая или уменьшая ликвидность банковской системы, в большей степени отражаются на краткосрочных процентных ставках, таких как однодневные ставки по федеральным фондам или ставки по 90-дневным казначейским векселям, чем на ставках по 10-летним казначейским нотам или 30-летним облигациям, на которые большее влияние оказывают долгосрочные инфляционные ожидания. Поэтому неудивительно, что корреляция индекса CRB с казначейскими нотами и облигациями с длительным сроком обращения сильнее, чем с казначейскими векселями, имеющими более короткий срок обращения.

Несмотря на это следить за поведением фьючерсных цен на казначейские векселя и евродоллар все-таки имеет смысл. Хотя эти рынки краткосрочных ставок более изменчивы, чем рынок облигаций, развороты на рынках фьючерсов по казначейским векселям и евродоллару обычно совпадают с разворотами рынка облигаций и часто помогают выявлять моменты смены тенденций на последнем. Отслеживая динамику рынка казначейских облигаций в поисках точки вхождения в рынок, трейдер зачастую может обнаружить соответствующий сигнал на рынках казначейских векселей и евродоллара.

Необходимо всегда помнить о том, что все три рынка должны двигаться в одном направлении. Решение покупать облигации в условиях падения цен казначейских векселей и евродоллара едва ли можно назвать удачным. Прежде чем открывать длинную позицию на рынке облигаций, следует дождаться, когда цены на рынках казначейских векселей и евродоллара также повернут вверх. Данное положение имеет еще одно важное следствие: если развороты рынков краткосрочных процентных ставок связаны с разворотами рынка облигаций, то они также сигнализируют об изменениях тенденций на товарных рынках, которые обычно имеют противоположную направленность.

ВАЖНОСТЬ ДИНАМИКИ РЫНКА КАЗНАЧЕЙСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ

На рисунке 3.14 показан пример взаимозависимости рынков казначейских векселей, казначейских облигаций и индекса CRB. Здесь сравниваются цены фьючерсных контрактов на казначейские векселя и казначейские облигации (верхняя рамка) с индексом CRB (нижняя рамка) с конца 1987 по конец 1989 года. По графикам можно увидеть, что цены на облигации и векселя движутся в одном направлении и разворачиваются одновременно, но амплитуда колебаний цен на рынке векселей значительно шире. В верхнем левом углу рисунка 3.14 видно, что в марте 1988 года оба рынка повернули вниз. Этот разворот рынков казначейских векселей и облигаций совпал с началом значительного повышения индекса CRB, который за последующие четыре месяца вырос более чем на 20%, достигнув окончательного пика в середине 1988 года.

В августе того же года рынок облигаций достиг основания, но сколь-нибудь существенного повышения цен не последовало. В течение следующих шести месяцев рынок облигаций стоял в коридоре, что совпало с горизонтальной тенденцией индекса CRB. Цены на казначейские векселя продолжали быстро падать до марта 1989 года. Только после того, как цены на векселя достигли низшей точки в марте 1989 года, а затем прорвали плотную нисходящую линию тренда, на рынке облигаций начался заметный рост цен. Прорыв вверх долгосрочной (действовавшей около года) нисходящей линии тренда на рынке векселей два месяца спустя, в мае 1989 года, в точности совпал с серьезным бычьим прорывом на рынке облигаций. В то же самое время индекс CRB прорвал коридор вниз и опустился до самого низкого уровня с весны предыдущего года.

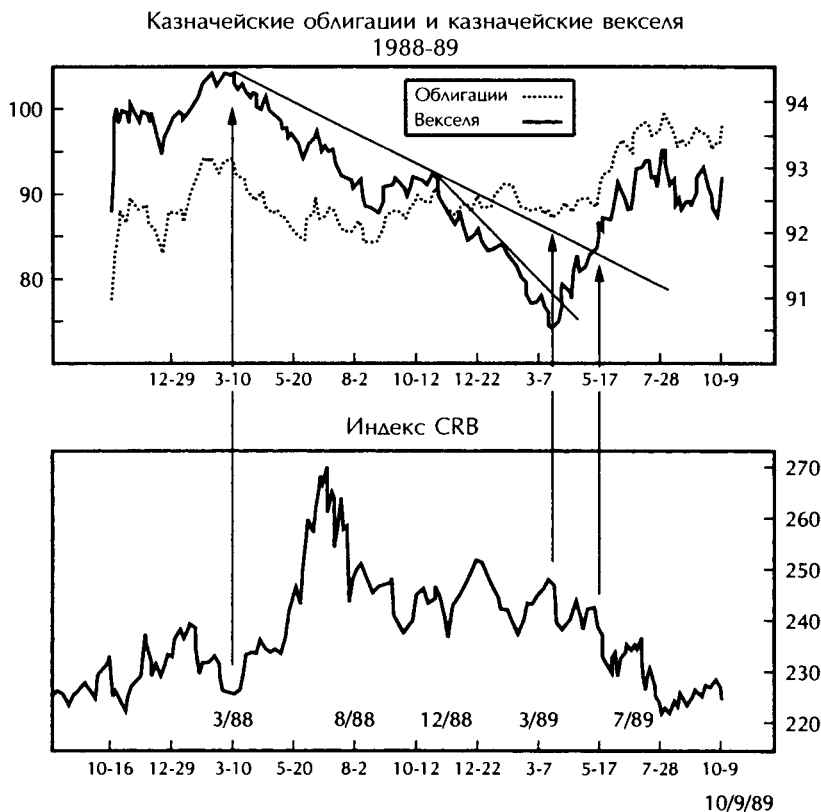
В этом случае бычий разворот на рынке казначейских векселей в марте 1989 года имел два важных последствия. Он дал зеленый свет быкам на рынке облигаций, которые начали покупать облигации более активно, а так же обусловил бычий прорыв на рынке облигаций и медвежий прорыв индекса CRB.

НЕОБХОДИМО ОТСЛЕЖИВАТЬ ВСЕ РЫНКИ

В предшествующем разделе показано, как, наблюдая за тенденцией цен на рынке казначейских векселей, можно получить важную информацию о перспективах развития рынка облигаций. Это еще один пример того, что признаки возможного изменения тенденции на одном рынке могут быть найдены на другом, связанном с ним, рынке. Подобный анализ можно продолжить, учитывая, что рынки казначейских векселей и евродоллара также движутся в одном направлении. Это означает, что при анализе рынков краткосрочных процентных ставок необходимо следить как за казначейскими векселями, так и за евродолларом: тенденции на этих рынках должны подтверждать друг друга. Большую прогностическую ценность имеет также динамика 2—10-летних казначейских нот, которые по срокам обращения занимают промежуточное место между 90-дневными казначейскими векселями и 30-летними

РИСУНОК 3.14

В верхней рамке сравниваются графики цен на казначейские векселя и казначейские облигации. Внизу представлен график индекса CRB. Развороты рынка казначейских векселей облегчают определение разворотов рынка облигаций и индекса CRB. В марте 1988 года рынки векселей и облигаций вместе повернули вниз, а товарные рынки – вверх. Весной 1989 года важный разворот вверх на рынке векселей отметил начало подъема рынка облигаций и предупредил о предстоящем медвежьем прорыве на товарных рынках.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

облигациями. Иными словами, отслеживать нужно все рынки. Невозможно заранее угадать, откуда поступит следующая подсказка.

Как мы выяснили, для определения общей тенденции изменения процентных ставок необходимо тщательно изучать все рынки процентных бумаг с различными сроками обращения. Затем результаты этого анализа следует сопоставить с результатами анализа товарных рынков. При этом бычьему прогнозу для рынков фьючерсов на процентные ставки должен соответствовать прогноз о понижении товарных рынков. В противном случае налицо явное нарушение межрыночных связей. В данной главе в качестве представителя товарных рынков мы использовали индекс CRB. Однако этот индекс включает в себя набор из 21 активного товарного рынка. Некоторые из этих рынков сами по себе являются важными индикаторами инфляции и часто играют определяющую роль в системе межрыночных связей.

Наибольшей чувствительностью к инфляции отличаются рынки золота и нефти, которые порой играют решающую роль в системе межрыночных связей. Если на одном из этих рынков или на обоих появляется сильная тенденция, на рынке облигаций часто в качестве ответной реакции возникает противоположно направ-

ленная тенденция. Иногда ситуацию определяют чикагские рынки зерновых, как это было весной 1988 года, во время самой сильной за прошедшие 50 лет засухи. Поэтому наряду с индексом CRB необходимо следить за динамикой всех товарных рынков. Роль каждого товарного рынка в отдельности будет обсуждаться в главе 7.

НЕКОТОРЫЕ ЗНАЧЕНИЯ КОРРЕЛЯЦИЙ

Пока наши исследования основывались только на визуальных сравнениях. Как мы увидим далее, графические данные вполне подтверждаются результатами статистического анализа, которые также указывают на наличие сильной отрицательной корреляции между индексом CRB и ценами на облигации. В работе, подготовленной компанией Powers Research, Inc. (Jersey City, NJ 07302), под названием *«Белая книга индекса CRB: Исследование нетрадиционных методов применения фьючерсных контрактов на индекс CRB»* (март 1988 г.) приводятся результаты анализа корреляций между индексом CRB и другими финансовыми секторами за несколько периодов. Исследования показали, что на протяжении более 10 лет, с 1978 по 1987 год, индекс CRB имел 82%-ную положительную корреляцию с доходностью 10-летних казначейских облигаций, опережая изменения последней на четыре месяца.

За пять лет с 1982 по 1987 год корреляция была еще более внушительной: +92%. Помимо статистических данных, подтверждающих наличие зависимости между индексом CRB и доходностью облигаций, в докладе также указывается, что, по крайней мере, в рассматриваемый период индекс CRB опережал изменения доходности облигаций в среднем на четыре месяца.

В более поздней работе под названием *«Справочник по фьючерсным контрактам на индекс CRB»* (Нью-Йоркская фьючерсная биржа, 1989 г.) представлены значения корреляции между ценами фьючерсных контрактов на индекс CRB и ценами фьючерсных контрактов на облигации. В этом случае корреляция должна быть отрицательной, поскольку индекс CRB сравнивается не с *доходностью* облигаций, а *ценами* на них. В период с июня 1988 по июнь 1989 года корреляция между фьючерсами на индекс CRB и фьючерсами на облигации составила -91%, что доказывает существование сильной отрицательной связи между двумя секторами в течение указанных 12 месяцев.

В результате этого исследования 1989 года был получен еще целый ряд интересных статистических данных, которые подводят нас к следующему этапу межрыночного анализа (и теме следующей главы) – исследованию *связей между рынками облигаций и акций*. В тот же самый период, с июня 1988 по июнь 1989 года, статистическая корреляция между фьючерсными ценами облигаций и фьючерсными ценами на индекс Нью-Йоркской фондовой биржи составляла +94%. То есть на протяжении этих 12 месяцев рынок облигаций имел 91%-ную отрицательную корреляцию с товарными рынками и 94%-ную положительную корреляцию с рынком акций. Это убедительно доказывает, что рынок облигаций является своего рода осью, вокруг которой выстраиваются остальные рынки, о чем мы уже говорили в начале главы.

Приведенные статистические данные также показывают, почему столь важна обратная зависимость между рынком облигаций и товарными рынками. Если товарные рынки связаны с рынком облигаций, а рынок облигаций – с рынком акций, то товарные рынки оказываются косвенно связанными с рынком акций через их влияние на рынок облигаций. Отсюда следует, что если трейдеры по акциям хотят анализировать рынок облигаций (а это делать необходимо), то им также необходимо следить за динамикой товарных рынков.

РЕЗЮМЕ

Графики и статистические данные, приведенные в этой главе, убедительно доказывают, что товарные цены, представленные индексом CRB, движутся в одном направлении с доходностью казначейских облигаций и в противоположных направлениях – с ценами на облигации. Технический анализ рынка облигаций не может считаться полным без соответствующего технического анализа товарных рынков, и наоборот. Измерение относительной силы рынка облигаций и индекса CRB через анализ коэффициентов является источником полезных сведений о направлении инфляции и показывает, какие активы – финансовые или материальные – являются в данный момент более предпочтительным объектом инвестирования.

Зависимость между облигациями и акциями

В предыдущей главе обсуждалась обратная зависимость между рынком облигаций и товарными рынками. В этой главе мы рассмотрим еще одно важное звено в цепи межрыночных связей – прямую зависимость между облигациями и обычными акциями. На динамику рынка акций влияет множество факторов. Два самых важных – направление движения инфляции и процентных ставок. Как правило, повышение процентных ставок вызывает падение рынка акций, а снижение процентных ставок способствует его росту. Иными словами, *повышающийся рынок облигаций оказывает бычье воздействие на рынок акций*. И, наоборот, *понижающийся рынок облигаций оказывает медвежье воздействие на рынок акций*. Как показывает практика, рынок облигаций также зачастую выступает как опережающий индикатор рынка акций. Задача этой главы – показать, что между облигациями и акциями существует сильная прямая связь и что технический анализ рынка акций является неполным без соответствующего анализа рынка облигаций.

Впервые фьючерсные контракты на казначейские облигации, ставшие на сегодняшний день самыми популярными фьючерсными контрактами в мире, были заключены в Чикагской торговой палате (СВТ) в 1977 году. Поскольку основным объектом нашего исследования являются фьючерсные рынки, в данной главе мы будем рассматривать период начиная с этого момента, уделяя особое внимание событиям восьмидесятых. В конце книги мы коснемся и более ранних периодов, что позволит оценить описываемые взаимосвязи в более широкой исторической перспективе.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ДЕРЖАТ ОБОРОНУ

Как следует из главы 3, семидесятые годы характеризовались ростом темпов инфляции и повышением процентных ставок. Это десятилетие было наиболее благоприятным для материальных активов. Резкое падение, начавшееся на рынке облигаций в 1977 году, продолжалось до 1981 года и было вызвано прежде всего ростом товарных цен. На протяжении семидесятых годов на рынке облигаций дважды возникали ценовые впадины – в 1970 и 1974 годах; в обоих случаях за ними следовали впадины на рынке акций. Однако пик рынка облигаций в 1977 году вызвал лишь небольшое снижение рынка акций в этом году, а все оставшееся до конца десятилетия время рынок акций находился в относительно спокойном состоянии. В 1980 году товар-

ные цены достигли долгосрочного пика, что подготовило почву для начала значительного повышения рынка облигаций в 1981 году. Этот бычий разворот на рынке облигаций в свою очередь создал предпосылки для повышения рынка акций, начавшегося в 1982 году.

Для полноты картины необходимо упомянуть, что в период с 1977 по 1980 год продолжалось падение курса доллара США, усиливавшее инфляционное давление и способствовавшее понижению рынка облигаций. В 1980 году курс доллара повернул вверх, что стало главной причиной медвежьего разворота товарных рынков. Укрепление доллара начале восьмидесятых оказало благотворное влияние на финансовые активы (такие как облигации и акции) и стало главной причиной переключения инвесторов с материальных активов на финансовые.

ОСНОВАНИЯ НА РЫНКАХ ОБЛИГАЦИЙ (1981) И АКЦИЙ (1982)

Мы начнем сравнение рынков облигаций и акций с событий, сопутствовавших образованию оснований на рынке облигаций в 1981 году и на рынке акций в 1982 году. Затем мы поэтапно проанализируем процесс одновременного повышения этих рынков и завершим исследование событиями 1987 и 1989 годов. На рисунках 4.1 и 4.2 представлены месячные графики цен на казначейские облигации и промышленного индекса Доу-Джонса, а в нижней части каждого графика расположены кривые 14-месячного *стохастического осциллятора*. Такие же графики мы использовали в главе 3, когда сравнивали динамику рынка облигаций и индекса CRB, только в данном случае облигации сравниваются уже с акциями. Здесь сигналы к покупке и продаже на обоих рынках должны иметь *одинаковое* направление, тогда как на графиках индекса CRB и облигаций мы наблюдали *противоположно* направленные сигналы.

Как видно на этих рисунках, период с 1977 по 1981 год характеризовался падением рынка облигаций и относительным спокойствием на рынке акций. Падение цен на облигации с 1977 по начало 1980 года прочно удерживало акции в пределах относительно узкого торгового коридора. В марте 1980 года рынок облигаций начал быстро расти, что дало толчок к повышению рынка акций в следующем месяце. Однако подъем на рынке облигаций оказался недолгим, и вскоре цены снова начали падать. Это падение завершилось лишь во второй половине 1981 года. Промышленный индекс Доу-Джонса приблизился к верхней границе торгового коридора, в котором он находился в течение 14 лет, а затем продолжил падение до 1982 года.

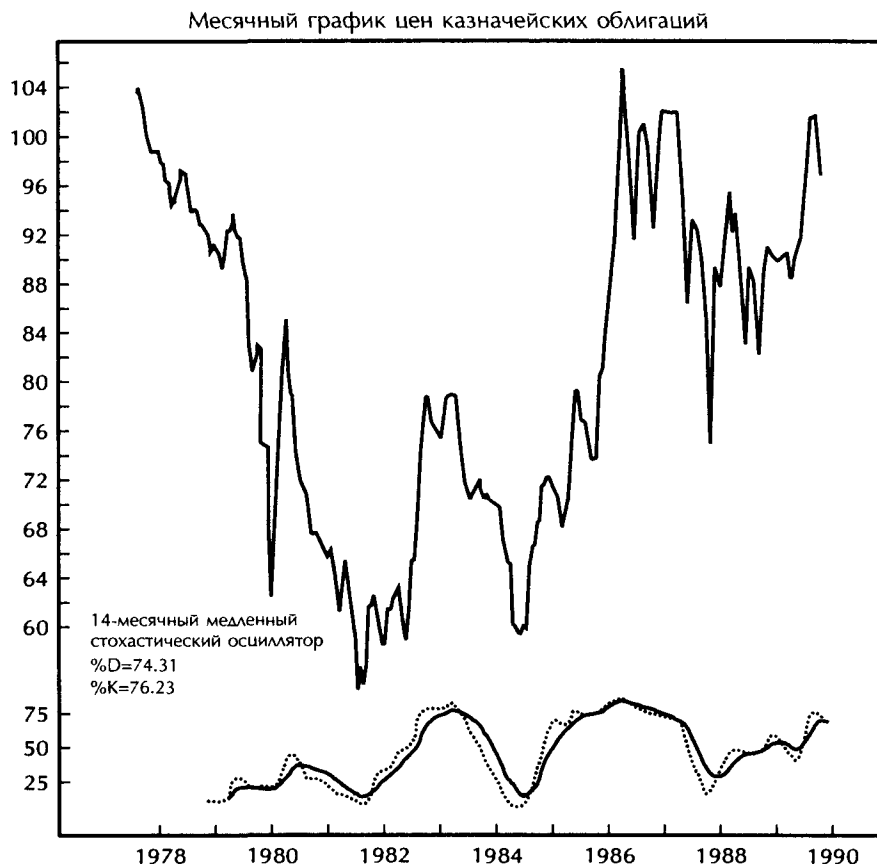
Первые признаки бычьего разворота появились в 1981 году. В сентябре этого года рынок облигаций упал до низшей точки и начался укрепляться. Кульминацией этого движения стал важный бычий прорыв в августе 1982. С сентября 1981 по август 1982 на рынке облигаций сформировались три повышающиеся впадины. Одновременно рынок акций образовал три понижающиеся впадины. *Это свидетельствовало о серьезном положительном расхождении между двумя рынками.* Хотя акции продолжали падать в цене, отсутствие медвежьего подтверждения на рынке облигаций предупредило о возможности разворота рынка акций.

Август 1982 – важная веха в истории рынка акций. Пока многие трейдеры отдыхали на морском побережье, на рынке началась великая бычья тенденция восьмидесятых. В этом месяце промышленный индекс Доу-Джонса упал до минимальной отметки за последние два года и затем пошел вверх, образовав бычью модель *месячного разворота*. Одновременно на рынке облигаций завершился процесс формирования основания, занявший целый год, и цены начали расти. После годичного расхождения с рынком акций, этот бычий прорыв на рынке облигаций подтвердил, что вероятность подъема рынка акций очень высока.

Обратите внимание на поведение стохастического осциллятора в процессе формирования оснований на этих рынках (рис. 4.1 и 4.2). Пунктирная линия стоха-

РИСУНОК 4.1

Месячный график фьючерсных цен на казначейские облигации с 1978 по сентябрь 1989 года. В нижней части графика показан 14-месячный медленный стохастический осциллятор. Месячные графики позволяют определять важнейшие переломные пункты в развитии рынков. Развороты тенденций на рынке облигаций обычно происходят раньше, чем на рынке акций. Основание рынка облигаций в 1981 году было ранним предупредительным сигналом о предстоящем повышении рынка акций, которое началось в следующем году. (Источник: Commodity Trend Service, P.O. Box 32309, Palm Beach Gardens, Florida 33420.)



стического осциллятора на графике облигаций пересекла сплошную линию снизу вверх осенью 1981 года ниже отметки 25, образовав сигнал к покупке облигаций. Аналогичный сигнал к покупке акций появился только летом 1982 года. Таким образом, динамика рынка облигаций опередила основание на рынке акций почти на год. Очевидно, что технический анализ рынка облигаций в период этого исторического разворота мог бы принести трейдерам по акциям немалую пользу.

ОБЛИГАЦИИ КАК ОПЕРЕЖАЮЩИЙ ИНДИКАТОР АКЦИЙ

Эта глава преследует две цели. Во-первых, продемонстрировать наличие сильной прямой зависимости между рынками облигаций и акций. Иными словами, ценовая динамика и показания технических индикаторов обоих рынков должны подтверж-

дать друг друга. Пока оба рынка движутся в одном направлении, можно утверждать, что они подтверждают друг друга и высока вероятность продолжения текущих тенденций. *Серьезный повод для беспокойства возникает тогда, когда эти рынки начинают двигаться в противоположных направлениях.*

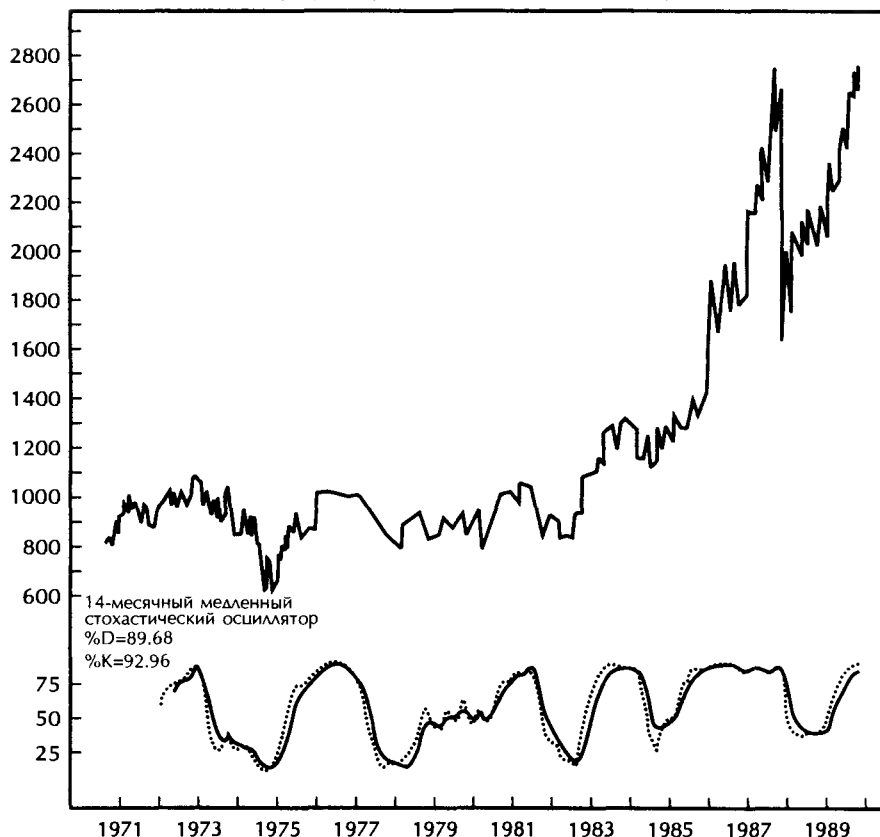
Во-вторых, мы покажем, что *развороты тенденций на рынке облигаций происходят раньше, чем на рынке акций.* Обычно рынок облигаций первым достигает вершины и поворачивает вниз, а также первым поворачивает вверх после образования основания. Поэтому динамику рынка облигаций можно считать опережающим техническим индикатором рынка акций.

Первый этап восходящей тенденции на рынках облигаций и акций продолжался до начала 1983 года. В мае 1983 года на рынке облигаций произошел медвежий месячный разворот, приведший к формированию потенциальной *двойной вершины* на графике облигаций (см. рис. 4.1). В то же самое время стохастический осциллятор выдал сигнал к продаже. Как видно из рисунка 4.2, рынок акций начал понижаться к концу 1983 года, выдав по его завершении стохастический сигнал к

РИСУНОК 4.2

Месячный график промышленного индекса Доу-Джонса с 1971 по сентябрь 1989 года. В нижней части графика показан 14-месячный медленный стохастический осциллятор. Развороты долгосрочных тенденций рынка акций обычно отстают от аналогичных разворотов на рынке облигаций. Основание рынка акций в 1982 году и пик 1987 года образовались соответственно через 11 и 4 месяца после соответствующих разворотов на рынке облигаций. (Источник: Commodity Trend Service, P.O. Box 32309, Palm Beach Gardens, Florida 33420.)

Месячный график промышленного индекса Доу-Джонса



продаже. Падение цен на рынке акций не было столь драматичным, как на рынке облигаций. Однако слабость рынка облигаций послужила своевременным сигналом к фиксации прибыли накануне 15%-ного падения рынка акций.

В середине 1984 года на обоих рынках почти одновременно образовались стохастические сигналы к покупке. (На самом деле облигации начали расти в цене на месяц раньше акций). Начало второго этапа повышения рынка облигаций было самым тесным образом связано с возобновлением восходящей тенденции на рынке акций. Оба рынка устойчиво росли в течение последующих двух лет. Очередное отрицательное расхождение между ними возникло только в начале 1987 года, когда рынки начали двигаться в противоположных направлениях.

В апреле 1987 началось падение рынка облигаций (стохастический осциллятор выдал сигнал к продаже), подготовившее почву для обвала рынка акций в октябре этого же года. Рынок облигаций еще раз доказал, что является надежным опережающим индикатором рынка акций. Бычий месячный разворот на рынке облигаций в октябре 1987 года также создал предпосылки для восстановления рынка акций после его крушения. Стохастический сигнал к покупке облигаций, возникший в конце 1987 года, опередил аналогичный сигнал к покупке акций почти на год. Таким образом, на протяжении восьмидесятих годов *все значительные изменения тенденций на рынке облигаций сопровождали либо предвосхищали аналогичные изменения на рынке акций.*

Далее с помощью совмещенных графиков мы сравним динамику цен на рынках облигаций и акций за более короткие промежутки времени. На месячных графиках, рассмотренных выше, основное внимание уделялось ценовым прорывам, а также стохастическим сигналам к покупке и продаже. При изучении совмещенных графиков мы сосредоточимся на сопоставлении динамики двух рынков. На таких графиках легче заметить расхождение цен, более очевидны опережение или отставание одного из рынков.

На рисунке 4.3 сравнивается динамика рынков облигаций и акций с 1982 по третий квартал 1989 года. Легко заметить, что тенденции на обоих рынках развивались параллельно. Наибольший интерес вызывают одновременное повышение рынков в 1982 году; прорыв вниз на рынке облигаций в 1983 году, вызвавший коррекцию на рынке акций; одновременный поворот вверх в 1984 году; пик рынка облигаций в начале 1987 года, предшествовавший обвалу рынка акций в октябре; одновременный рост рынков до 1989 года. В верхнем правом углу рисунка видно, что прорыв максимумов, установленных накануне кризиса 1987 года, на рынке акций не был подтвержден аналогичным бычим прорывом на рынке облигаций.

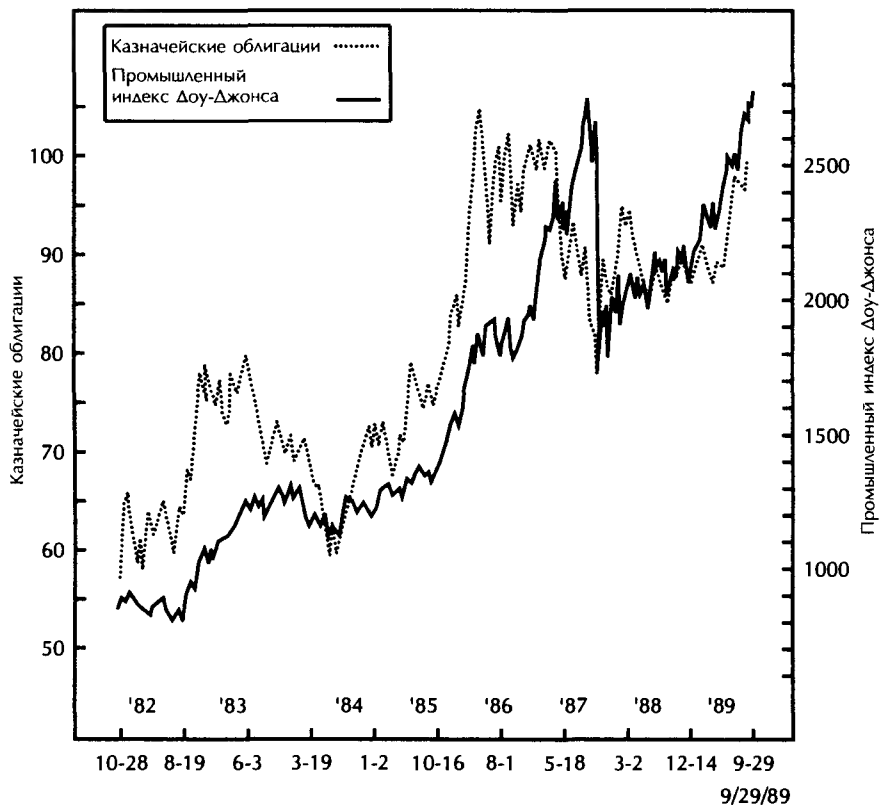
Для большей наглядности на рисунках 4.4—4.9 период с 1982 по 1989 год разбивается на более короткие временные интервалы. Мы внимательно рассмотрим, как развивались события непосредственно до и после крушения рынка акций в 1987 году и подробно проанализируем движение рынков в 1989 году. На рисунке 4.4 сравнивается динамика рынков облигаций и акций в процессе долгосрочного бычьего разворота 1982 года. Обратите внимание, что последовательно убывающим минимумам промышленного индекса Доу-Джонса в марте, июне и августе 1982 года соответствовали возрастающие впадины на рынке облигаций в те же самые месяцы. И хотя в августе оба рынка повышались, подъем на рынке облигаций явно шел более быстрыми темпами.

В мае 1983 года на рынке облигаций сформировалась ярко выраженная *двойная вершина*, после чего он начал понижаться. Это медвежье расхождение привело к образованию промежуточного пика на рынке акций в конце года и его последующей 15%-ной коррекции. Корректирующий спад на обоих рынках продолжался до лета 1984 года (см. рис. 4.5). Внимательное изучение рисунка 4.5 показывает, что бычий разворот на рынке облигаций в середине 1984 года опередил аналогичную смену тенденции рынка акций почти на месяц. Затем оба рынка одновременно повышались до конца 1985 года. Обратите внимание, что за краткосрочными ценовыми пиками на рынке облигаций в первом квартале и летом 1985 года следовали корректирующие спады на рынке акций.

РИСУНОК 4.3

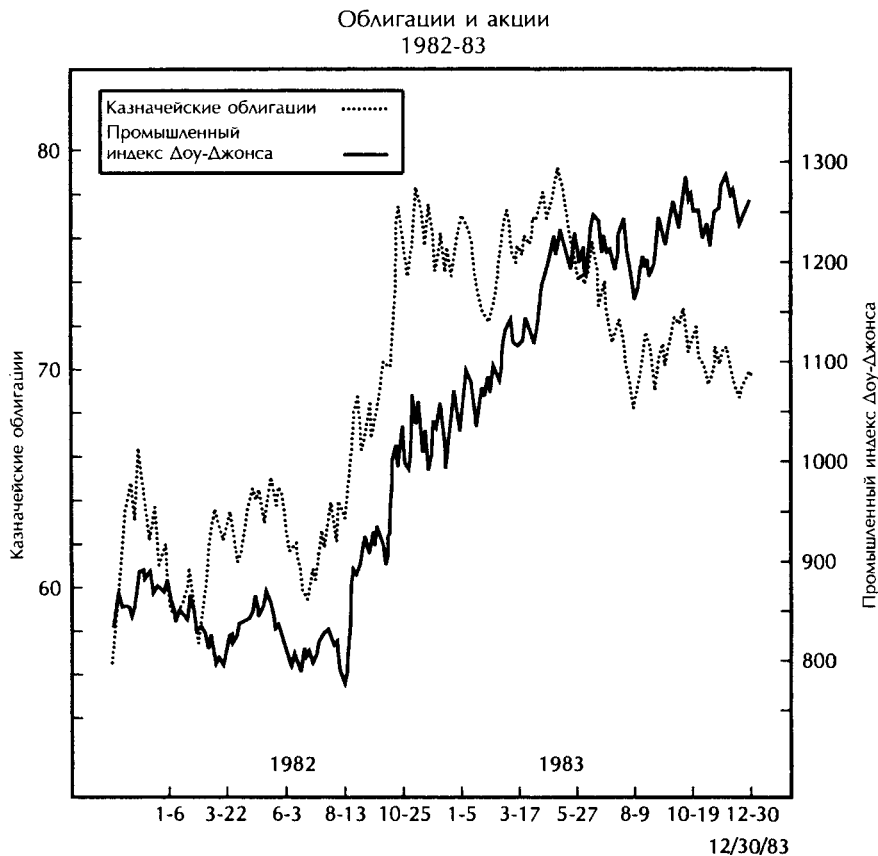
Сравнение рынка казначейских облигаций и рынка акций в 1982—89 годах. Хотя оба рынка обычно движутся в одном направлении, облигации обычно разворачиваются раньше акций. Поэтому рынок облигаций следует рассматривать как опережающий индикатор рынка акций.

Казначейские облигации и промышленный индекс Доу-Джонса
1982-89



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

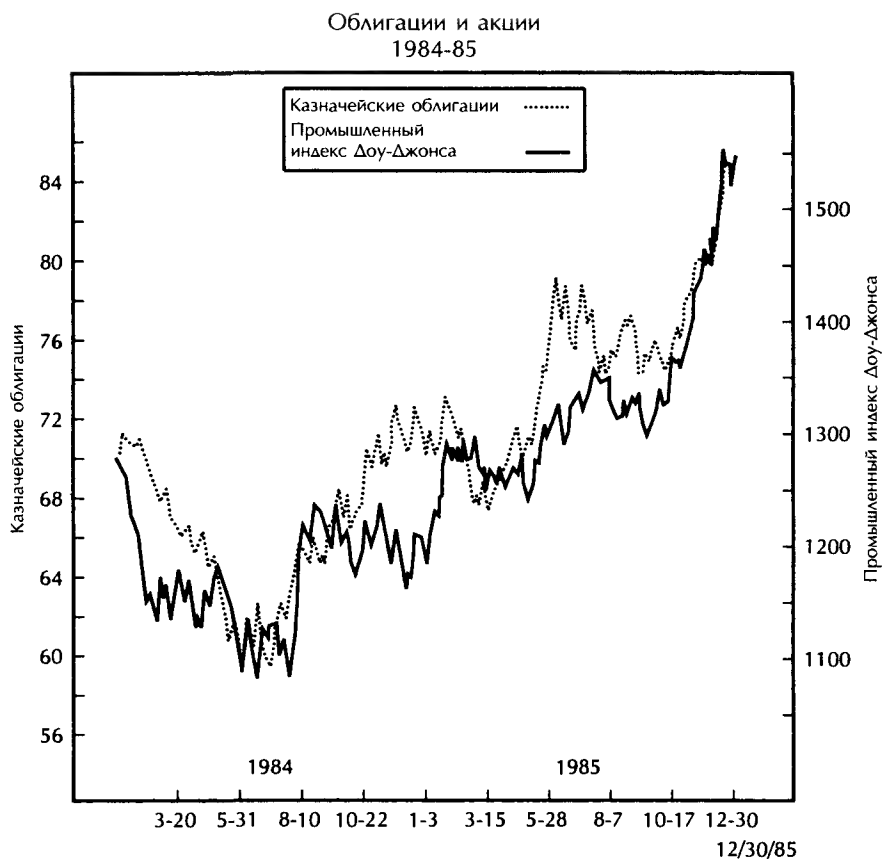
РИСУНОК 4.4
Сравнение динамики рынков облигаций и акций в 1982—83 годах. В 1982 году восходящая тенденция на рынке облигаций началась раньше, чем на рынке акций, также как и ее коррекция в 1983 году.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 4.5

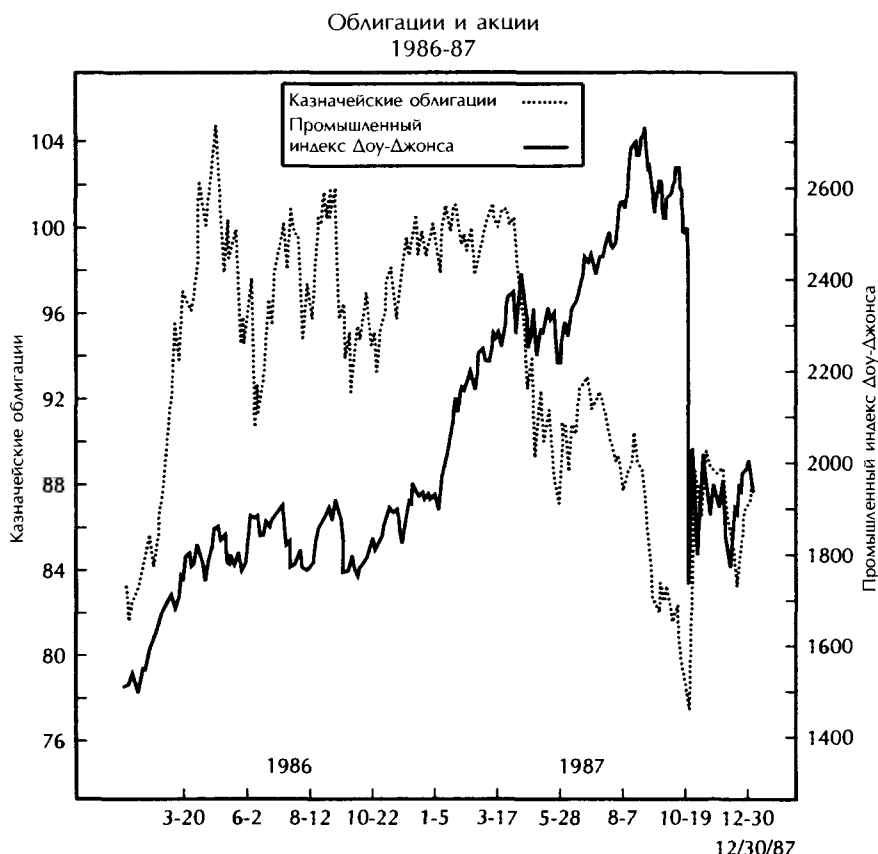
Зависимость между рынками облигаций и акций в 1984—85 годах. В 1984 году восходящая тенденция на рынке облигаций возобновилась на месяц раньше, чем на рынке акций. Два корректирующих спада на рынке казначейских облигаций в 1985 году предупредили об аналогичных коррекциях на рынке акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 4.6

Зависимость между рынками облигаций и акций в 1986—87 годах. Рынок облигаций рухнул в апреле 1987 года, опередив августовский пик рынка акций на четыре месяца.



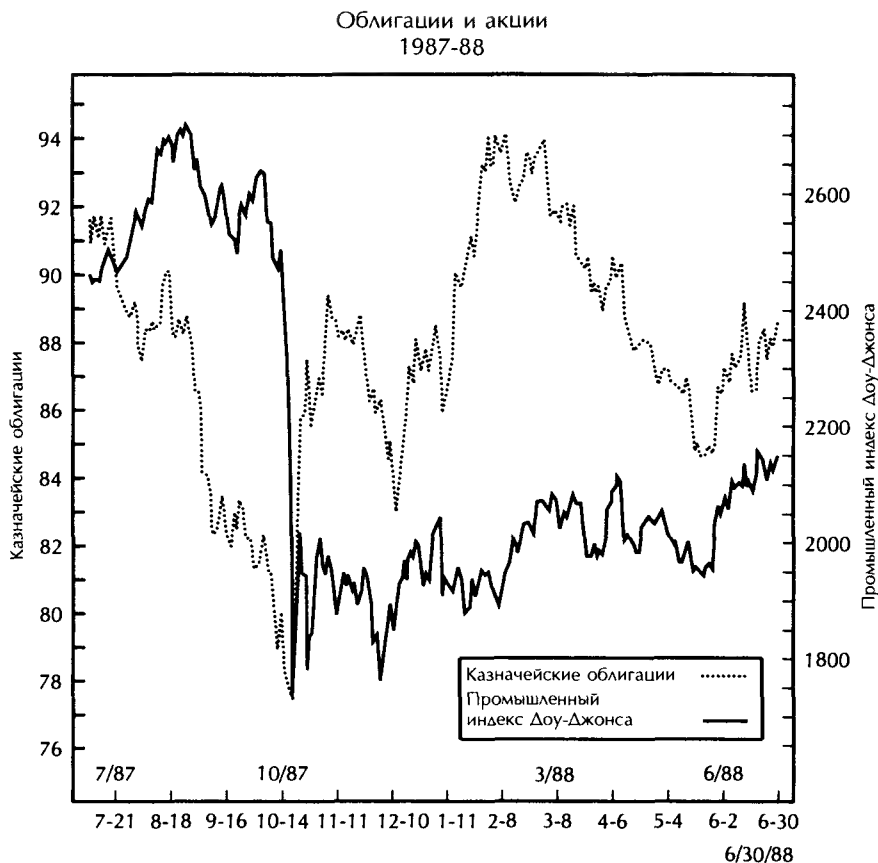
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

На рисунке 4.6 сравнивается динамика двух рынков в 1986 и 1987 годах. В 1986 году, после четырехлетнего подъема, оба рынка вступили в фазу консолидации. Затем в начале 1987 года на рынке акций возобновилась восходящая тенденция. Как видно на графике, этот бычий прорыв не нашел подтверждения на рынке облигаций. Еще большее беспокойство вызывал тот факт, что в апреле 1987 года на рынке облигаций произошел обвал цен (вызванный резким падением курса доллара США и бычьим прорывом товарных рынков). На фоне падения рынка облигаций акции слегка снизились в цене. В июне цены на облигации немного поднялись, и восходящая тенденция на рынке акций возобновилась. Однако в июле-августе на рынке облигаций продолжилось падение, а рынок акций по-прежнему повышался. Из графика видно, что в августе цены на облигации прорвали поддержку на уровне майских минимумов, образовав тем самым еще один медвежий сигнал. *Этот медвежий сигнал, появившийся на рынке облигаций в августе 1987 года, совпал с пиком рынка акций.*

Рынок облигаций опередил не только обвал рынка акций осенью 1987 года, но и его последующее повышение. На рисунке 4.7 показано резкое падение цен на облигации накануне крушения рынка акций в октябре 1987 года. Этот медвежий прорыв на рынке облигаций был очень серьезным сигналом, заслуживающим вни-

РИСУНОК 4.7

Зависимость между рынками облигаций и акций со второй половины 1987 года по лето 1988 года. Новый значительный подъем рынка облигаций, начавшийся в октябре 1987 года, способствовал стабилизации рынка акций после кризиса 1987 года.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

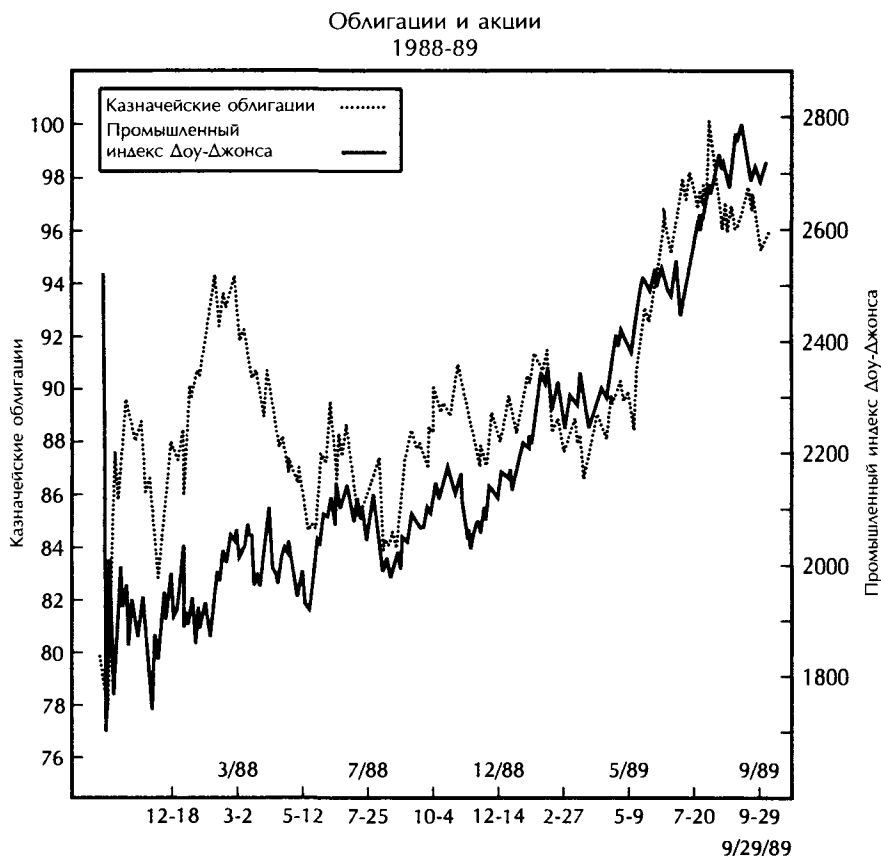
мания технических аналитиков рынка акций. Однако, когда началось обвальное падение курсов акций, цены на облигации стремительно пошли вверх. Средства, в панике изымаемые с рынка акций, быстро перетекали на более надежные рынки казначейских векселей и казначейских облигаций. Следует отметить, что быстрое повышение цен на процентные фьючерсы в октябре 1987 года было обусловлено еще одним важным фактором.

Паника, начавшаяся во время октябрьского кризиса, вынудила ФРС повысить ликвидность финансовой системы, чтобы стабилизировать рынки и сгладить последствия падения рынка акций. В то время все были уверены в неизбежности значительного спада экономики. В результате внезапной либерализации денежно-кредитной политики процентные ставки резко упали. А снижение процентных ставок в свою очередь вызвало повышение цен на процентные фьючерсы.

В таких ситуациях обычная прямая зависимость между рынками облигаций и акций временно нарушается. Пока рынки не стабилизировались, между ними наблюдалась обратная зависимость. Однако, как видно на рисунке 4.7, эта обратная зависимость была недолговечной. Восстановление прямой зависимости между двумя рынками произошло с поразительной быстротой. Через считанные дни пики и

РИСУНОК 4.8

Рынки облигаций и акций одновременно повышались с 1988 по четвертый квартал 1989. Бычий прорыв на рынке облигаций весной 1989 года дал толчок бурному подъему рынка акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

впадины на обоих рынках снова стали двигаться в одном направлении. Тем не менее быстрое повышение рынка облигаций в первом квартале 1988 года показало, что опасения относительно надвигающегося спада экономики (или депрессии) еще существуют и что ФРС намеренно снижает процентные ставки во избежание подобного развития событий.

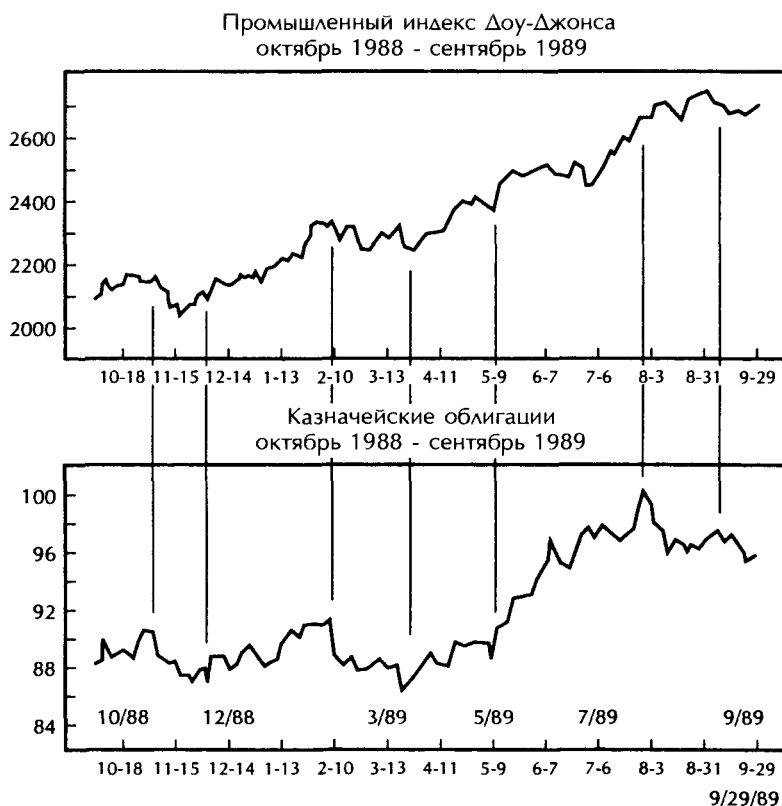
К середине 1988 года положение на рынках практически полностью нормализовалось. Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что, *наблюдая за нисходящей, а затем за восходящей тенденциями на рынке облигаций, можно было получить важную информацию о перспективах развития рынка акций летом и осенью 1987 года.*

На рисунке 4.8 представлена сравнительная динамика двух рынков в 1988 и в первые три квартала 1989 года. Здесь хорошо видно, что с весны 1988 по осень 1989 цены облигаций и акций росли, при этом пики и впадины на обоих рынках практически совпадали. Однако в данном случае рынок акций оказался сильнее. Хотя оба рынка двигались в одном направлении, окончательный прорыв вверх на рынке облигаций, подтвердивший повышение рынка акций, произошел только в мае 1989.

События 1989 года более подробно представлены на рисунке 4.9. Эти графики наглядно демонстрируют сильную положительную корреляцию двух рынков. Пики

РИСУНОК 4.9

Сравнение рынков облигаций и акций с октября 1988 по сентябрь 1989 года. Вертикальные линии соединяют соотносящиеся пики и впадины. Подъем рынка акций к новым максимумам в сентябре не получил подтверждения на рынке облигаций, который начал понемногу ослабевать.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

и впадины на обоих рынках практически совпадают. В верхнем правом углу рисунка видно, что рынок облигаций начинает проявлять признаки слабости. Это может быть началом отрицательного расхождения двух рынков.

РЫНКИ ОБЛИГАЦИЙ И АКЦИЙ СЛЕДУЕТ АНАЛИЗИРОВАТЬ ВМЕСТЕ

Основной вывод данной главы состоит в следующем: поскольку рынки облигаций и акций исторически связаны между собой, технический анализ одного из них будет неполным без соответствующего анализа другого. Трейдеры и инвесторы, работающие на рынке акций, должны внимательно следить за рынком облигаций хотя бы для проверки своих прогнозов. Если технический прогноз предполагает повышение рынка облигаций, то он одновременно предполагает и повышение рынка акций. И, наоборот, медвежий прогноз для рынка облигаций предполагает медвежий прогноз для рынка акций. Как показано на рисунках 4.1 и 4.2, технические сигналы на рынке облигаций (например, стохастические сигналы к покупке или продаже) обычно опережают аналогичные сигналы на рынке акций. В худшем случае, они появляются одновременно на обоих рынках. Аналитик может также использовать

скользящие средние или любой другой аналитический инструмент. Важно то, что исследование динамики рынка облигаций становится неотъемлемой частью анализа рынка акций.

КАК УЧИТЫВАТЬ ДЛИТЕЛЬНЫЕ ПЕРИОДЫ ОПЕРЕЖЕНИЯ?

Хотя на графиках, отражающих динамику рынков облигаций и акций в последнее время, наблюдается почти 100%-ная корреляция между ними, чаще всего развороты на рынке облигаций значительно опережают аналогичные изменения тенденций на рынке акций. Например, сентябрьское основание 1981 года на рынке облигаций возникло на 11 месяцев раньше основания на рынке акций (август 1982 года). Апрельский обвал рынка облигаций в 1987 году опередил августовский пик рынка акций на четыре месяца. Каким же образом аналитик рынка акций может учитывать эти достаточно длительные периоды опережения?

Динамика рынка облигаций является важным вспомогательным фактором в анализе рынка акций. Сигналы к покупке или продаже акций образуются непосредственно на самом рынке акций. Если на рынке облигаций появляются признаки расхождения с рынком акций, это следует воспринимать как предупреждение: чем значительнее расхождение, тем предупреждение серьезнее. Например, обвал рынка облигаций летом 1987 года послужил сигналом трейдерам рынка акций о том, что перспективы дальнейшего подъема последнего не безоблачны. Хотя это и не означало, что летом 1987 года все длинные позиции по акциям следовало закрыть, но более внимательно отнестись к первым графическим признакам ослабления рынка акций было необходимо.

Основание, формировавшееся на рынке облигаций в 1981—82 годах, недвусмысленно указывало трейдерам по акциям на то, что ветер подул в другую сторону. Даже если они не придавали значения образующемуся на рынке облигаций основанию вплоть до лета 1982, бычий прорыв рынка облигаций в августе 1982 года мог бы убедить их более активно покупать акции на самой ранней стадии подъема рынка акций. В обоих случаях подобное опережение, возможно, не имело большой практической ценности с точки зрения краткосрочной торговли, но управляющим портфелями и инвесторам, интересующимся более длительной временной перспективой, оно оказало неоценимую услугу.

Хотя, как мы выяснили, рынок облигаций иногда значительно опережает рынок акций в своем развитии, нужно отметить, что зачастую между двумя рынками существует поразительная корреляция, буквально день в день. В некоторые дни такая корреляция наблюдается с точностью до часа. Поэтому тщательное изучение динамики рынка облигаций не помешает даже тем, кто занимается краткосрочной торговлей.

РЫНКИ КРАТКОСРОЧНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ

До сих пор основное внимание уделялось рынку облигаций. Однако в силу причин, изложенных в главе 3, необходимо также учитывать тенденции рынков казначейских векселей и евродоллара, поскольку они оказывают существенное влияние на рынок облигаций. Динамика рынков «коротких денег» часто указывает направление движения рынка облигаций.

В периоды ужесточения денежно-кредитной политики краткосрочные процентные ставки повышаются быстрее, чем долгосрочные. Если такая ситуация со-

храняется достаточно долго, краткосрочные процентные ставки могут даже оказаться выше долгосрочных. Это явление, получившее название «обратной кривой доходности», может отрицательно сказаться на состоянии рынка акций. (В нормальной ситуации, называемой «положительной кривой доходности», доходность долгосрочных облигаций превышает краткосрочные процентные ставки.) Обратная кривая доходности возникает тогда, когда ФРС повышает краткосрочные процентные ставки с целью сдержать инфляцию и избежать «перегрева» экономики. Это обычно происходит на заключительной стадии экономического подъема и приводит к понижению финансовых рынков, которое обычно начинается незадолго до экономического спада.

Наблюдение за соотношением фьючерсных цен на краткосрочные процентные ставки и фьючерсов на облигации позволяет судить о том, какую политику преследует в данный момент ФРС. Обычно о либерализации денежно-кредитной политики свидетельствует более быстрое повышение фьючерсных цен на казначейские векселя по сравнению с фьючерсными ценами на облигации. Считается, что такое соотношение благотворно влияет на рынок акций. Об ужесточении денежно-кредитной политики свидетельствует более быстрое снижение фьючерсных цен на казначейские векселя по сравнению с ценами на облигации. Такая ситуация может вызвать падение рынка акций. Еще одно оружие, которым пользуется ФРС для ужесточения денежно-кредитной политики, – это повышение учетной ставки.

ПРАВИЛО «ТРЕХ ШАГОВ И ПАДЕНИЯ»

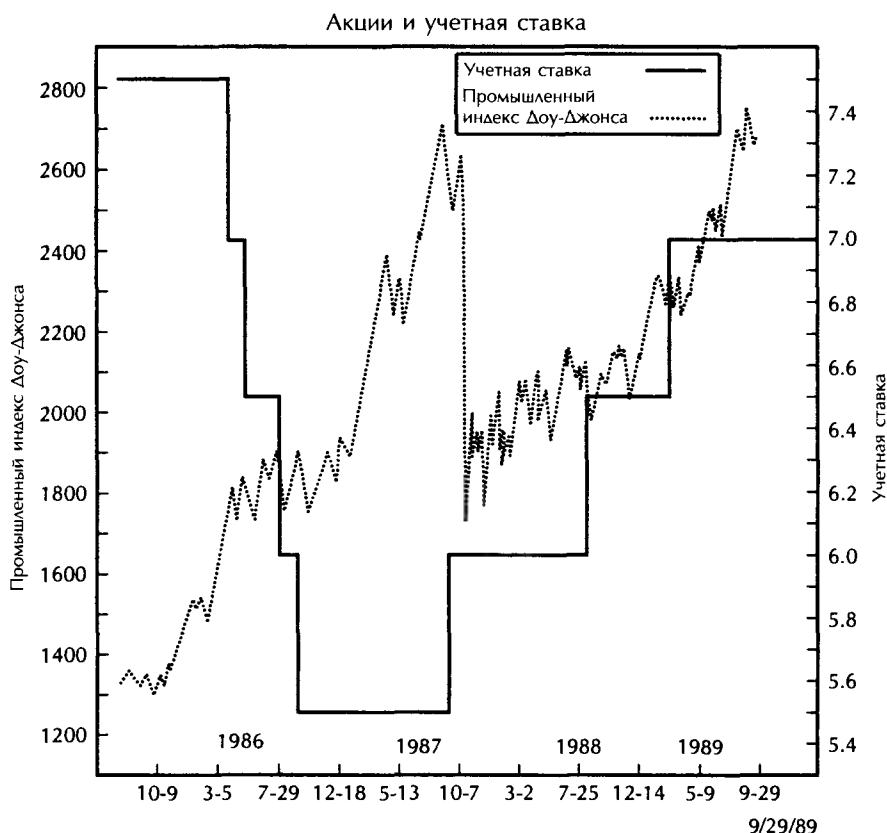
Так называемое «правило трех шагов и падения» является еще одним проявлением взаимозависимости между процентными ставками и рынком акций. Правило гласит, что если ФРС три раза подряд повышает учетную ставку, рынок акций начинает падать. В течение последних 70 лет эта тактика применялась 12 раз, и всякий раз рынок акций реагировал падением. За два года, с 1987 по 1989, ФРС трижды последовательно повышала учетную ставку, воплощая правило «трех шагов и падения», что поставило под угрозу продолжение семилетнего подъема рынка акций (см. рис. 4.10).

Изменение учетной ставки – последнее оружие ФРС, и оно, как правило, применяется уже в ответ на действие рыночных сил. Очень часто подобные меры принимаются после того, как рынки начинают двигаться в одном направлении. Иными словами, повышение учетной ставки обычно происходит после повышения краткосрочных процентных ставок, о котором свидетельствует падение фьючерсных цен на казначейские векселя. Снижению учетной ставки обычно предшествует рост фьючерсных цен на казначейские векселя. Таким образом, причин для того, чтобы внимательно следить за фьючерсами на краткосрочные процентные ставки, более чем достаточно.

Одинаковая направленность тенденций на рынках облигаций и акций не всегда является необходимым условием. Главное, чтобы эти рынки не двигались в противоположных направлениях. Например, если понижение рынка облигаций заканчивается и цены стабилизируются, этого может быть вполне достаточно для оживления рынка акций. Резкое падение рынка облигаций может и не вызвать падения рынка акций, но может затормозить его подъем. Важно понимать, что оба рынка не всегда идут в ногу. Однако случаи, когда события на рынке облигаций вообще не вызывают ответной реакции на рынке акций, крайне редки. В конечном счете степень важности перемен на рынке облигаций оценивает сам аналитик. Он же прогнозирует, какое влияние эти перемены могут оказать на рынок акций.

РИСУНОК 4.10

Пример правила «трех шагов и падения». С 1987 года ФРС три раза подряд повышала учетную ставку. Время показало, что такие меры вызывают понижение рынка акций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ИСТОРИЧЕСКАЯ ПЕРСПЕКТИВА

До сих пор мы в основном рассматривали динамику рынков на протяжении последних 15 лет. Возникает естественный вопрос – а существовали ли описанные межрыночные связи в более отдаленные периоды времени и с какого периода можно начинать межрыночный анализ? До 1970 года обменный курс доллара был фиксирован. Колебаний курса доллара и иностранных валют просто не существовало. Цена на золото была фиксированной, и американцам не разрешалось его покупать. Цены на нефть регулировались. А ведь все эти рынки в основном и создают систему межрыночных связей.

Фьючерсных рынков валют, золота, нефти и казначейских облигаций не существовало. Еще не были изобретены фьючерсы на индексы акций и программная торговля. Не было столь привычной сегодня мгновенной связи между рынками. Еще не пришло время идеи глобального рынка, и большинство аналитиков не ведало, что происходит на зарубежных рынках. Не было компьютеров, позволяющих изучать межрыночные связи. Технический анализ – основа межрыночных исследований – практиковался узким кругом трейдеров. Иными словами, за два прошедших десятилетия изменилось очень многое.

Необходимо лишь определить – повлияли или нет эти изменения на механизм межрыночного взаимодействия. Если да, то сравнение рынков до 1970 года вряд ли имеет смысл.

РОЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЦИКЛА

Чтобы понять экономические факторы, связывающие воедино рынки товаров, облигаций и акций, необходимо остановиться на том, что такое экономический цикл и что происходит в периоды экономического подъема и экономического спада. Например, рынок облигаций считается прекрасным опережающим индикатором американской экономики. Повышение рынка облигаций предвещает подъем экономики. Слабый рынок облигаций обычно с опережением указывает на предстоящий экономический спад (правда, период опережения иногда бывает достаточно длительным). Подъем экономики благотворно сказывается на развитии рынка акций, тогда как экономический спад приводит к его ослаблению.

И облигации, и акции считаются опережающими индикаторами состояния экономики. Оба рынка обычно поворачивают вниз накануне экономического спада, а ближе к его концу начинают повышаться. Подобные развороты происходят сначала на рынке облигаций. За последние 80 лет *все долгосрочные нисходящие тенденции на рынке акций начинались после или одновременно с нисходящими тенденциями на рынке облигаций*. Во время последних шести экономических спадов рынок облигаций поворачивал вверх в среднем на четыре месяца раньше рынка акций. В послевоенные годы рынок акций поворачивал вниз в среднем за шесть месяцев до начала экономического спада, а вверх – в среднем за шесть месяцев до его окончания.

Пик рынка облигаций, обычно предупреждающий о предстоящем экономическом спаде, как правило, ассоциируется с повышением товарных рынков. И, наоборот, падение товарных рынков в период экономического спада обычно ассоциируется с бычьим разворотом рынка облигаций. Таким образом, динамика товарных рынков также является неотъемлемой частью анализа рынков облигаций и акций. Экономическая подоплека этих межрыночных связей будет подробно рассмотрена в главе 13.

КАКОВА РОЛЬ ДОЛЛАРА?

До сих пор предметом исследования было влияние товарных рынков на рынок облигаций, а также рынка облигаций на рынок акций. Однако не менее важную роль в системе межрыночных связей играет и американский доллар. Большинство участников рынка согласятся с общим утверждением, что рост курса доллара приводит к повышению рынков облигаций и акций, а его падение – к понижению рынков облигаций и акций. Однако все не так просто. Курс доллара достиг долгосрочного пика в 1985 году и до января 1988 года непрерывно падал. Однако почти все это время рынки облигаций и акций повышались. Очевидно, что высказанные выше утверждения не учитывают какого-то важного обстоятельства.

Доллар влияет на рынки облигаций и акций не прямо, а опосредованно. Влияние доллара на рынки облигаций и акций необходимо рассматривать с точки зрения его влияния на инфляцию. А это возвращает нас к товарным рынкам. Чтобы понять, почему рост рынков облигаций и акций возможен на фоне падения курса доллара, нужно обратиться к товарным рынкам. Это и будет темой главы 5.

РЕЗЮМЕ

В этой главе рассматривалась сильная связь между казначейскими облигациями и акциями. Согласно общему правилу, повышение рынка облигаций способствует росту рынка акций, а понижение рынка облигаций приводит к его падению. Однако у этого правила есть некоторые ограничения. Так, хотя падение рынка облигаций почти всегда вызывает падение рынка акций, *подъем рынка облигаций не является гарантией подъема рынка акций*. Сокращение корпоративных доходов в период экономического спада может свести на нет положительный эффект повышения рынка облигаций (и снижения процентных ставок). Хотя повышение рынка облигаций и не *гарантирует* роста рынка акций, рост рынка акций *маловероятен* без повышения рынка облигаций.

Товарные рынки и доллар

В предшествующих главах была исследована *обратная* зависимость между рынком облигаций и товарными рынками, а также *прямая* зависимость между рынками облигаций и акций. Теперь мы подробно рассмотрим роль доллара в системе межрыночных связей. Как отмечалось в предыдущей главе, принято считать, что рост курса доллара вызывает повышение рынков облигаций и акций, а падение курса доллара приводит к их понижению. Однако, если пронаблюдать реальную картину взаимоотношений доллара с этими двумя рынками, то окажется, что такая точка зрения не всегда соответствует истине. Кроме того, она наглядно доказывает опасность излишне упрощенного подхода к межрыночному анализу.

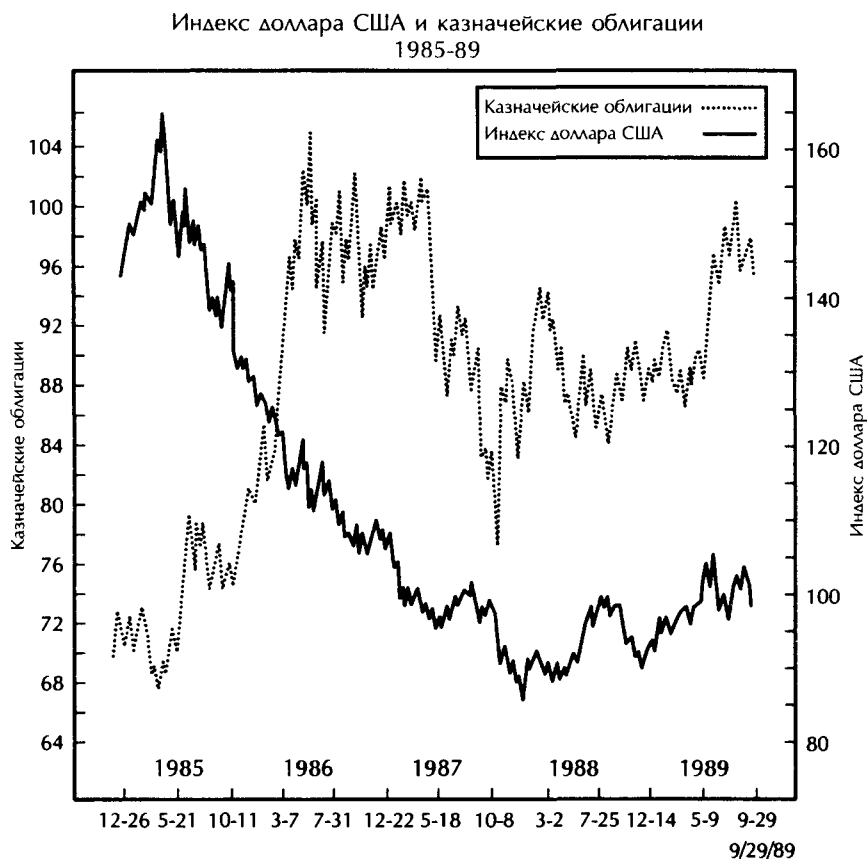
Связь доллара с рынками облигаций и акций приобретает больший смысл и становится очевиднее, если ее рассматривать через призму взаимоотношений доллара с товарными рынками. Иными словами, в анализе четырех секторов необходимо придерживаться строгой последовательности. Рассмотрим эту последовательность в обратном порядке, начиная с рынка акций. Рынок акций чутко реагирует на изменение процентных ставок и, следовательно, на движение рынка облигаций. Рынок облигаций зависит от инфляционных ожиданий, которые отражаются в динамике товарных рынков. А инфляционное воздействие товарных рынков во многом определяется динамикой курса доллара. Таким образом, *начинать межрыночные исследования следует с доллара*. Далее аналитик переходит от доллара к товарным рынкам, затем от товарных рынков к рынку облигаций и, наконец, от рынка облигаций к рынку акций.

КУРС ДОЛЛАРА И ТОВАРНЫЕ ЦЕНЫ ДВИЖУТСЯ В ПРОТИВОПОЛОЖНЫХ НАПРАВЛЕНИЯХ

Рост курса доллара свидетельствует об отсутствии инфляции и в конечном итоге вызывает снижение товарных цен. В свою очередь падение цен на товары приводит к снижению процентных ставок и повышению цен на облигации. А рост цен на облигации способствует росту рынка акций. Падение курса доллара вызывает прямо противоположный эффект – повышение товарных цен и понижение цен на облигации и акции. Почему же нельзя просто сказать, что рост курса доллара способствует росту рынков облигаций и акций, не упоминая при этом товарных рынков? Причина состоит в длительной задержке, с которой сказывается влияние доллара, и «вмешательстве» инфляции в отношения упомянутых рынков.

РИСУНОК 5.1

Зависимость между курсом доллара США и ценами казначейских облигаций в 1985—89 годах. Хотя рост курса доллара способствует повышению цен на облигации, а падение курса доллара приводит к их снижению, непосредственное сравнение этих рынков затруднено, так как подобное влияние доллара проявляется спустя длительное время. Почти весь 1985 год и половину следующего цены на облигации росли на фоне устойчивого падения курса доллара.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Иногда падение курса доллара может происходить одновременно с ростом цен на облигации и акции. Из рисунка 5.1 видно, что курс доллара достиг пика весной 1985 года и после этого в течение почти трех лет падал. Рынок облигаций (как и рынок акций) большую часть этого времени, несмотря на ослабление доллара, оставался сильным. Обратите также внимание, что в конце 1988 года доллар достиг промежуточного минимума и повернул вверх. А рынок облигаций несколько месяцев после этого стоял на месте и лишь в мае 1989 года начал стремительно расти.

ТЕНДЕНЦИИ ТОВАРНЫХ РЫНКОВ КАК ИНДИКАТОР ИНФЛЯЦИИ

Рынок облигаций реагирует на изменения тенденций курса доллара, но с большим отставанием (с еще большим отставанием реагирует на динамику доллара рынок акций). Влияние доллара на рынки облигаций и акций становится более очевид-

ным, если рассматривать его через призму товарных рынков. Падение курса доллара приводит к росту инфляции и как следствие – к снижению цен облигаций и акций. Однако для распространения инфляционного эффекта, вызванного падением доллара, на всю систему требуется время. Так когда же снижение курса доллара и сопутствующая ему инфляция скажутся на рынке облигаций? Это произойдет тогда, *когда начнут повышаться товарные рынки*. Следовательно, данное выше определение зависимости между долларом, облигациями и акциями можно уточнить таким образом: падение курса доллара приводит к понижению цен облигаций и акций, *когда начинают расти цены на товарных рынках*. И, наоборот, рост курса доллара вызывает повышение цен облигаций и акций, *когда начинают падать цены на товарных рынках*.

В верхней части рисунка 5.2 сравниваются графики цен облигаций и курса доллара США с 1985 по третий квартал 1989 года. Здесь хорошо видно, что падение курса доллара началось в 1985 году, а рынок облигаций отреагировал на это лишь два года спустя – весной 1987 года. Нижний график отражает динамику индекса CRB за тот же период. Стрелками показано соответствие между пиками на графике облигаций и впадинами на графике индекса CRB. Понижение рынка облигаций началось только в апреле 1987 года, после начала резкого подъема товарных цен. Рынок акций достиг пика в августе того же года, незадолго до октябрьского обвала.

РИСУНОК 5.2

Сравнение рынка облигаций, доллара (верхняя рамка) и товарных рынков (нижняя рамка) в 1985—89 годах. Падение курса доллара приводит к снижению цен на облигации, если товарные цены повышаются. Рост курса доллара оказывает бычье воздействие на рынок облигаций, если цены на товары понижаются. При анализе влияния доллара и связанной с ним инфляции (или отсутствия таковой) на рынок облигаций необходимо учитывать динамику товарных рынков.

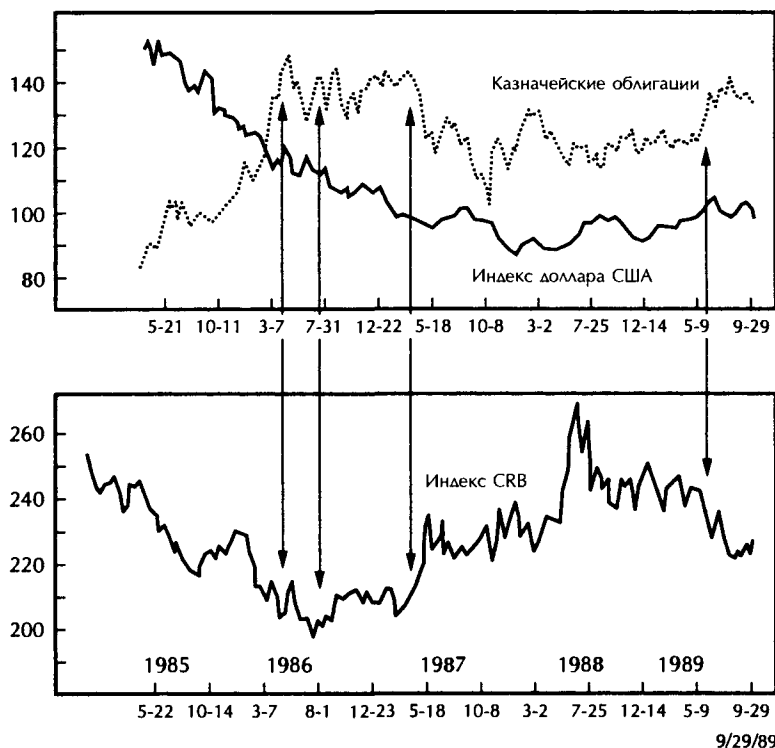
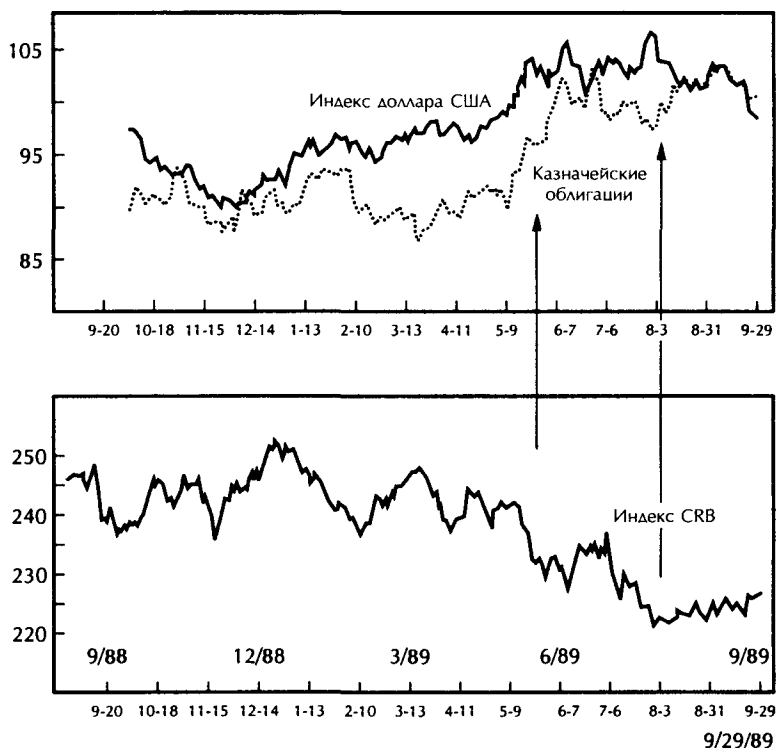


РИСУНОК 5.3

Сравнение рынка облигаций, доллара (верхняя рамка) и товарных рынков (нижняя рамка) с конца 1988 по конец 1989 года. Рынок облигаций ощутил на себе бычье влияние растущего курса доллара только в мае 1989 года, после прорыва товарными ценами уровня поддержки. К концу 1989 года слабеющий доллар вызывает повышение товарных рынков, в результате чего начинают падать цены на облигации.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Таким образом, инфляционный эффект снижения курса доллара вызвал рост товарных цен, что в свою очередь привело к образованию вершин на рынках облигаций и акций.

Курс доллара достиг низшей точки начале 1988 года. Через год, в декабре 1988 года, он сформировал промежуточную впадину и начал расти. Цены на облигации оставались стабильными, но были зажаты в торговом коридоре. На рисунке 5.3 видно, что прорыв вверх на рынке облигаций задержался на шесть месяцев – до мая 1989 года – и совпал с медвежьим прорывом индекса CRB. Получается, что одного укрепления доллара было недостаточно, чтобы вызвать подъем цен облигаций (и акций). *Бычье воздействие растущего курса доллара на рынок облигаций реализовалось только тогда, когда началось падение цен на товарных рынках.*

Последовательность событий мая 1989 года демонстрирует тесную взаимосвязь всех трех рынков. Бычий прорыв доллара, завершивший формирование долгосрочной модели основания, вызвал прорыв важного уровня поддержки и возобновление нисходящей тенденции на товарных рынках. Этот медвежий прорыв товарных рынков совпал с бычим прорывом на рынке облигаций. Данный пример доказывает, что игнорировать хотя бы одно звено в цепи межрыночных связей очень опасно. Влияние доллара на рынки облигаций и акций носит опос-

редованный характер и обычно проявляется по прошествии некоторого времени. Механизм этого влияния становится более понятным, если учитывается прямое воздействие доллара на товарные рынки.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ДОЛЛАРОМ И ИНДЕКСОМ CRB

Обсуждение косвенного влияния доллара на рынки облигаций и акций будет продолжено в главе 6. В этой главе мы подробно остановимся на обратной зависимости между долларом США и товарными рынками и покажем, как использовать динамику курса доллара для прогнозирования изменений тенденций индекса CRB. Товарные цены являются опережающим индикатором инфляции. Поскольку товарные рынки представляют цены на сырье, именно здесь в первую очередь проявляется инфляционный эффект снижения курса доллара. Мы также рассмотрим важную роль рынков золота и иностранных валют в исследуемом межрыночном процессе. Динамика цен на золото и курсов иностранных валют зачастую очень точно указывает направление инфляции и может быть использована для прогнозирования товарных цен. Начнем с краткого исторического обзора взаимоотношений индекса CRB и доллара США.

В семидесятые годы произошел подлинный взрыв товарных цен. Одной из главных причин этого взрыва было падение американского доллара. В течение целого десятилетия доллар занимал глухую оборону.

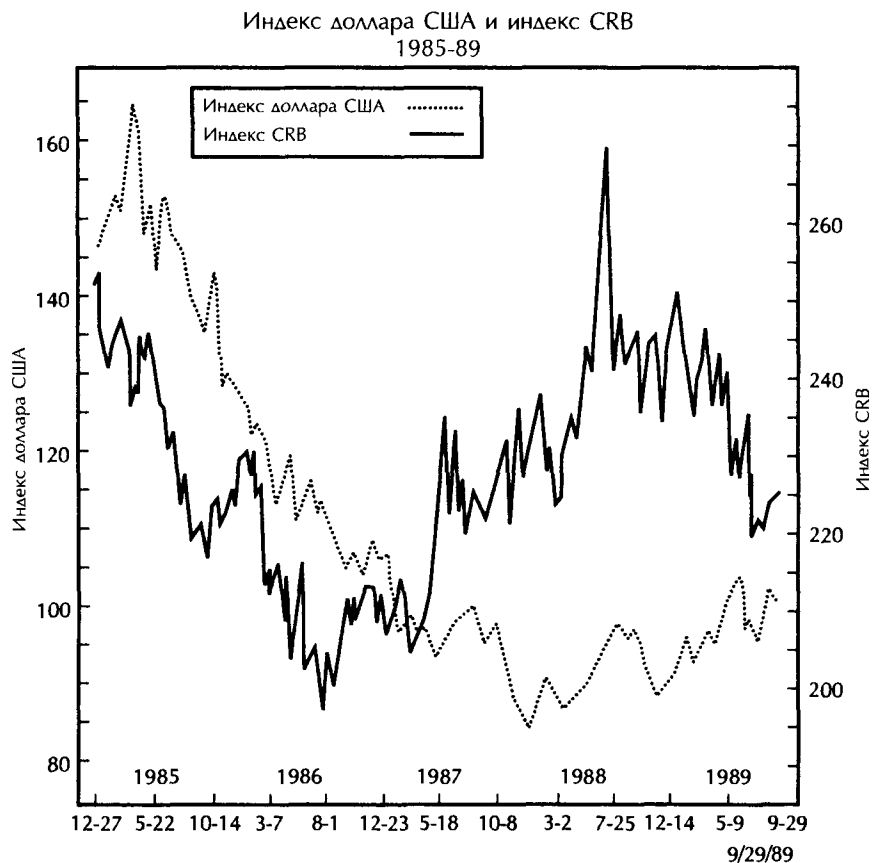
Падение доллара ускорилось в 1972 году – именно в этом году начался взрывной подъем товарных рынков. В 1978 году курс американской валюты вновь стремительно пошел вниз, вызвав последний всплеск товарных цен и рост инфляции до двузначных величин к 1980 году. В 1980 году курс доллара достиг низшей точки, а затем уверенно повышался вплоть до весны 1985 года. Бычий разворот доллара в 1980 году способствовал окончанию в том же году многолетнего роста товарных цен и снижению инфляции в начале восьмидесятых. В результате указанных событий на рынках облигаций и акций начался весьма впечатляющий подъем.

Пик доллара 1985 года обусловил завершение через год, летом 1986 года, нисходящей тенденции индекса CRB. С падения курса доллара, начавшегося в 1985 году, мы и начнем анализ взаимосвязи доллара и индекса CRB. При этом следует иметь в виду, что в течение 20 лет, с 1970 по конец 1989 года, за каждым важным разворотом доллара следовал разворот индекса CRB. За истекшее десятилетие произошли три значительных перелома тенденций курса доллара, каждый из которых сопровождался изменением тенденции индекса CRB. Минимуму курса доллара 1980 года соответствовал важный пик индекса CRB в том же году. Пикау доллара в 1985 году соответствовал минимум индекса CRB в 1986 году. Минимум курса доллара в декабре 1987 года создал предпосылки для появления пика индекса CRB полгода спустя, в июле 1988 года.

На рисунках 5.4–5.6 демонстрируется обратная зависимость между товарными рынками, представленными индексом CRB, и индексом доллара США в 1985–89 годах. На рисунке 5.4 отображен весь пятилетний период с 1985 по третий квартал 1989 года, а рисунки 5.5 и 5.6 более подробно показывают события последних лет. Графики наглядно подтверждают два основных положения: во-первых, *рост курса доллара оказывает медвежье воздействие на индекс CRB, а его падение – бычье*; во-вторых, *развороты курса доллара опережают развороты индекса CRB*.

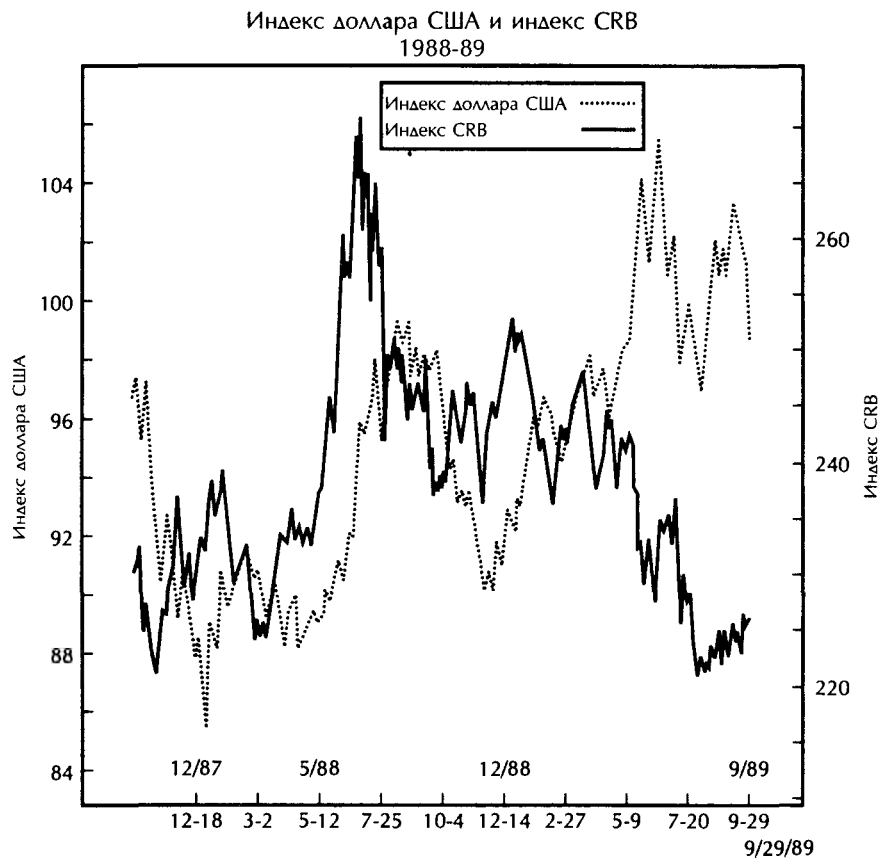
РИСУНОК 5.4

Зависимость между долларом США и индексом CRB с 1985 по четвертый квартал 1989 года. Падение курса доллара вызывает повышение индекса CRB. И, наоборот, рост курса доллара приводит к понижению индекса CRB. Индекс CRB достиг минимума в 1986 году, через год после пика доллара 1985 года. Пик индекса CRB 1988 года образовался спустя шесть месяцев после падения курса доллара до низшей точки в том же году.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

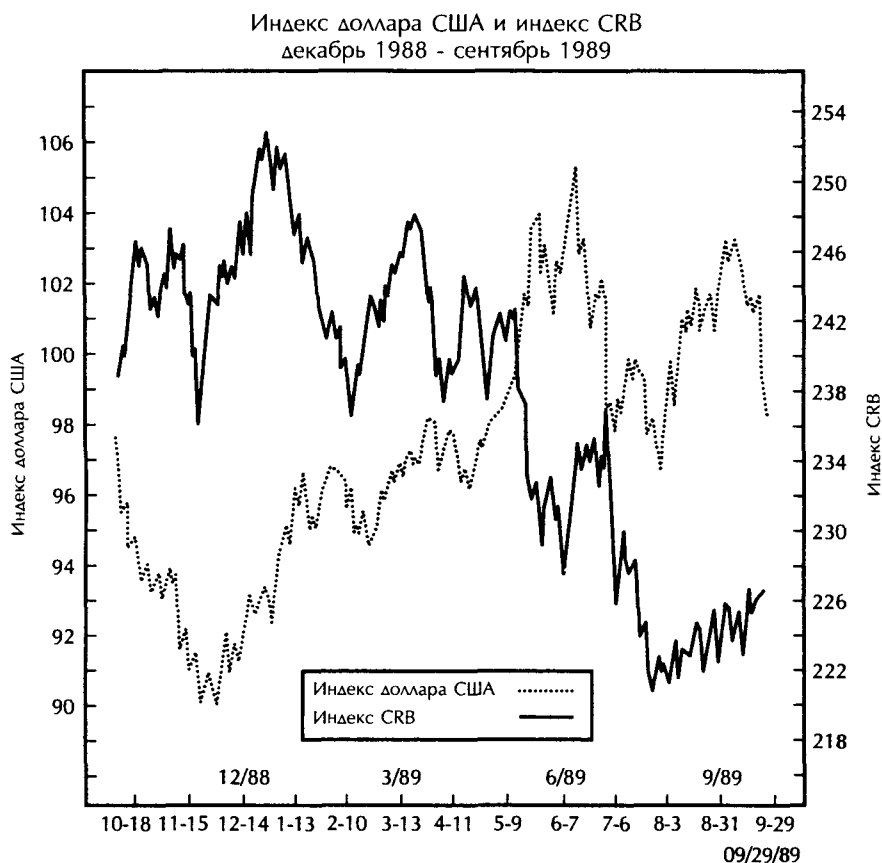
РИСУНОК 5.5
Зависимость между долларом США и индексом CRB в 1988—89 годах. Приблизительно через шесть месяцев после падения курса доллара до низшей точки в начале 1988 года индекс CRB достиг пика. Бычий прорыв доллара в мае 1989 года совпал с важным медвежьим прорывом на товарных рынках.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 5.6

Зависимость между долларом и товарными рынками в 1989 году. Рост курса доллара в течение почти всего 1989 года оказывал медвежье давление на товарные рынки. Однако «двойная вершина», образованная долларом в июне и сентябре, уже начинает положительно сказываться на товарных рынках. Обычно товарные рынки движутся в направлении, обратном курсу доллара, но с некоторым отставанием.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ПРОБЛЕМА ОПЕРЕЖЕНИЯ

Хотя обратная зависимость между двумя рассматриваемыми рынками не вызывает сомнений, ее анализ осложняют длительные периоды опережения и отставания. Изучение графиков показывает, что развороты курса доллара опережают развороты индекса CRB. Например, пик доллара 1985 года опередил минимум индекса CRB на 17 месяцев. Низшая точка курса доллара 1988 года появилась на шесть месяцев раньше последнего пика индекса CRB. Но как на практике учитывать эти периоды опережения? Можно ли измерить влияние доллара на товарные рынки более прямым и коротким путем? К счастью, можно. Для этого рассмотрим еще одно звено в цепи межрыночных связей, своего рода мостик между долларом США и индексом CRB. Этим мостиком является рынок золота.

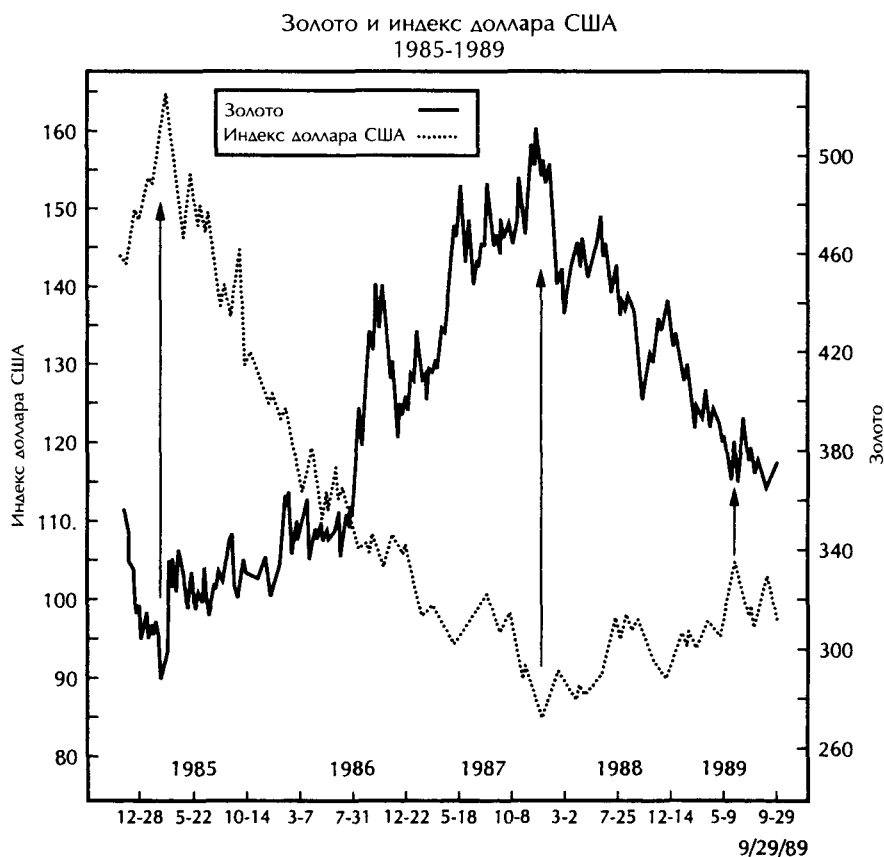
КЛЮЧЕВАЯ РОЛЬ РЫНКА ЗОЛОТА

Изучение рынка золота помогает лучше понять взаимосвязь между долларом и индексом CRB по двум причинам. Во-первых, из 21 товарного рынка, входящего в индекс CRB, рынок золота наиболее чутко реагирует на изменения тенденций курса доллара. Во-вторых, *динамика цен на золото опережает динамику индекса CRB*. Смена тенденции курса доллара почти одновременно вызывает разворот рынка золота в противоположном направлении, а это в конечном итоге сказывается на общем уровне товарных цен. Следовательно, внимательное наблюдение за рынком золота становится решающим звеном анализа всей цепочки указанных взаимосвязей. Чтобы лучше понять ключевую роль золота, необходимо исследовать сильную обратную зависимость между рынком золота и долларом.

На рисунке 5.7 сравнивается динамика цен на золото и курса доллара в 1985—89 годах. График представляет интерес по двум причинам. Во-первых, очевидно, что оба рынка движутся в противоположных направлениях. Во-вторых, развороты

РИСУНОК 5.7

Графики наглядно демонстрируют сильную обратную зависимость между рынком золота и курсом доллара США на протяжении последних пяти лет. Цены на золото и курс доллара обычно движутся в противоположных направлениях.



их тенденций происходят одновременно. Стрелками на рисунке отмечены три важных разворота на обоих рынках. Основание 1985 года на рынке золота в точности совпало с пиком доллара в том же году. Цены на золото достигли вершины в декабре 1987 года одновременно с падением курса доллара до низшей точки. Снижение цен на золото приостановилось в июне 1989 года одновременно с появлением пика доллара.

Рисунок 5.8 позволяет подробнее проанализировать изменения тенденций на двух рынках в конце 1987 и середине 1989 года и наглядно демонстрирует сильную обратную связь между ними. На рисунке 5.9 сравниваются развороты в конце 1988, летом и осенью 1989 года. Обратите внимание, что два пика доллара в июне и сентябре 1989 года идеально совпали с потенциальным «двойным основанием», формирующимся на рынке золота. Поскольку наличие обратной зависимости между рынком золота и долларом не вызывает сомнений, анализ одного рынка не может быть полным без анализа другого. Так, если доллар все еще демонстрирует признаки силы, то трейдер, рассчитывающий на повышение цен на золото, должен перед его покупкой тщательно взвесить все «за» и «против». Если доллар образует сигнал к

РИСУНОК 5.8

Зависимость между долларом и рынком золота в 1988—89 годах. Пики и впадины на графике индекса доллара обычно соответствуют своим зеркальным отражениям на графике рынка золота. Рост курса доллара в течение почти всего 1988 года и половины следующего сопровождался падением цен на золото. Оба рынка необходимо всегда анализировать вместе.

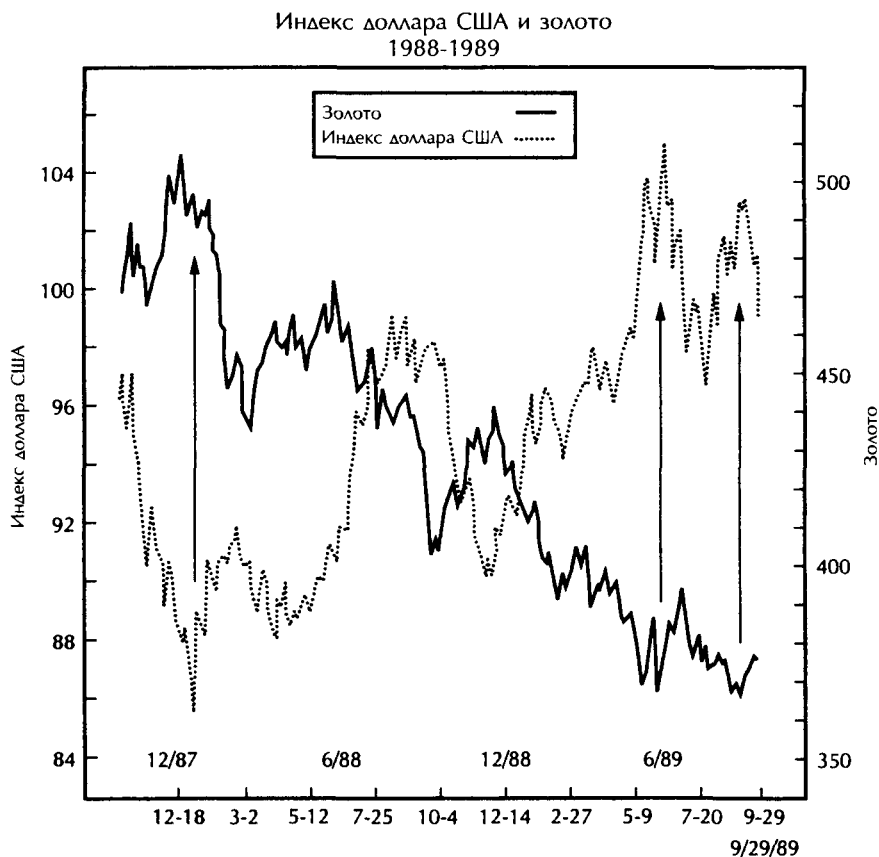
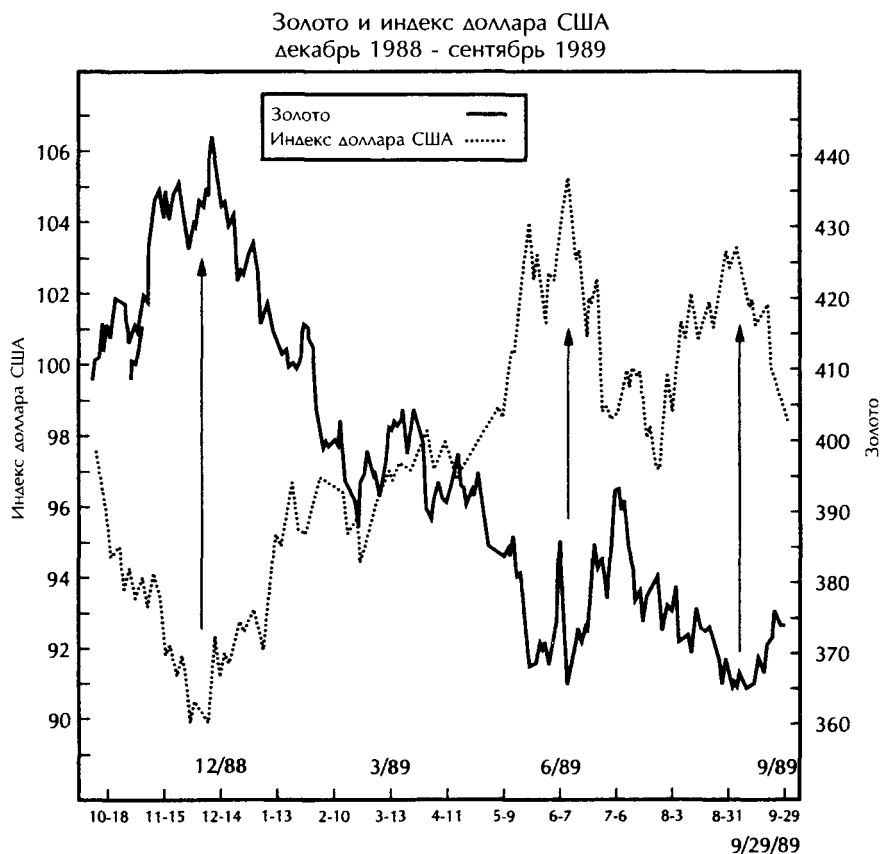


РИСУНОК 5.9

Декабрьский минимум 1988 года на графике индекса доллара и пик цен на графике рынка золота появились одновременно. Июньский и сентябрьский пики 1989 года на графике индекса доллара соответствуют впадинам на графике рынка золота.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

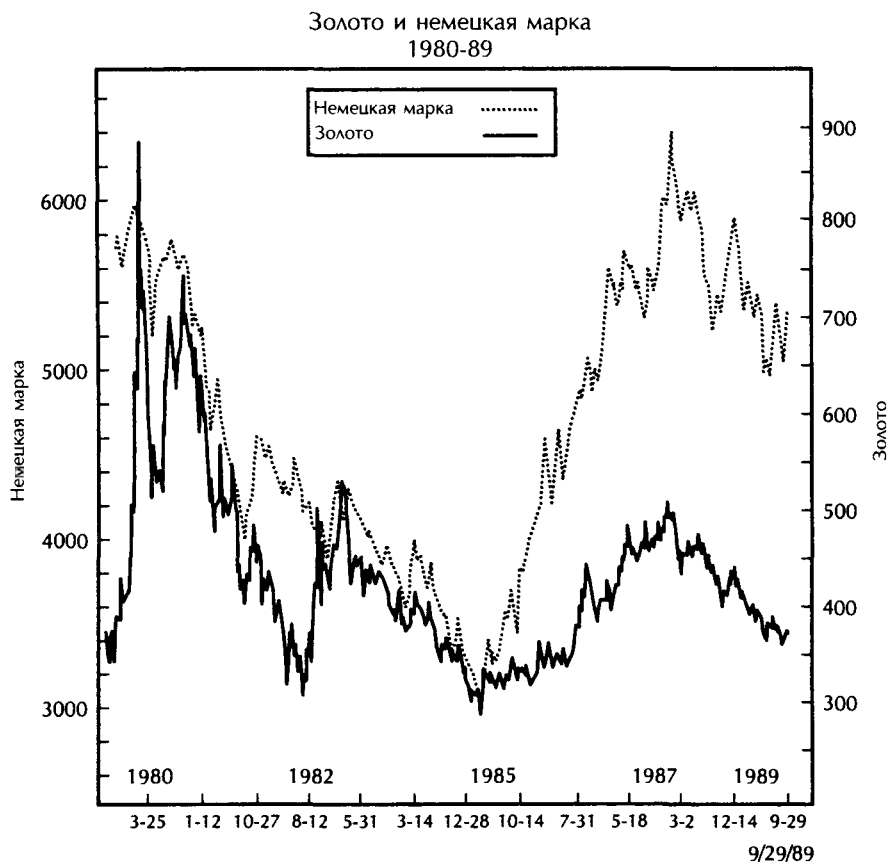
продаже, это обычно означает сигнал к покупке золота. Сигнал к покупке доллара, как правило, является сигналом к продаже золота.

ИНОСТРАННЫЕ ВАЛЮТЫ И ЗОЛОТО

В этом разделе мы добавим еще одно звено в анализ рассматриваемых взаимосвязей. Цены на золото и курс доллара имеют противоположно направленные тенденции. На валютных рынках отмечается та же закономерность: повышение курса доллара вызывает падение курсов иностранных валют, а его понижение – рост курсов иностранных валют. Отсюда следует, что *тенденции иностранных валют и золота должны иметь одинаковое направление*. Взяв этот постулат в качестве исходного, рассмотрим взаимосвязь между рынком золота и иностранными валютами в более широкой исторической перспективе, а в качестве инструмента для сравнения будем использовать немецкую марку. Поскольку курсы иностранных валют движутся в том же направлении, что и цены на золото, для исследования связей между долларом и рынком золота проще использовать график какой-либо валюты.

РИСУНОК 5.10

Цены на золото и курс немецкой марки (иностраннх валют) обычно движутся в одном направлении (противоположном направлению курса доллара). Золото и марка одновременно образовали пики (1980 и 1987) и впадины (1985).



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

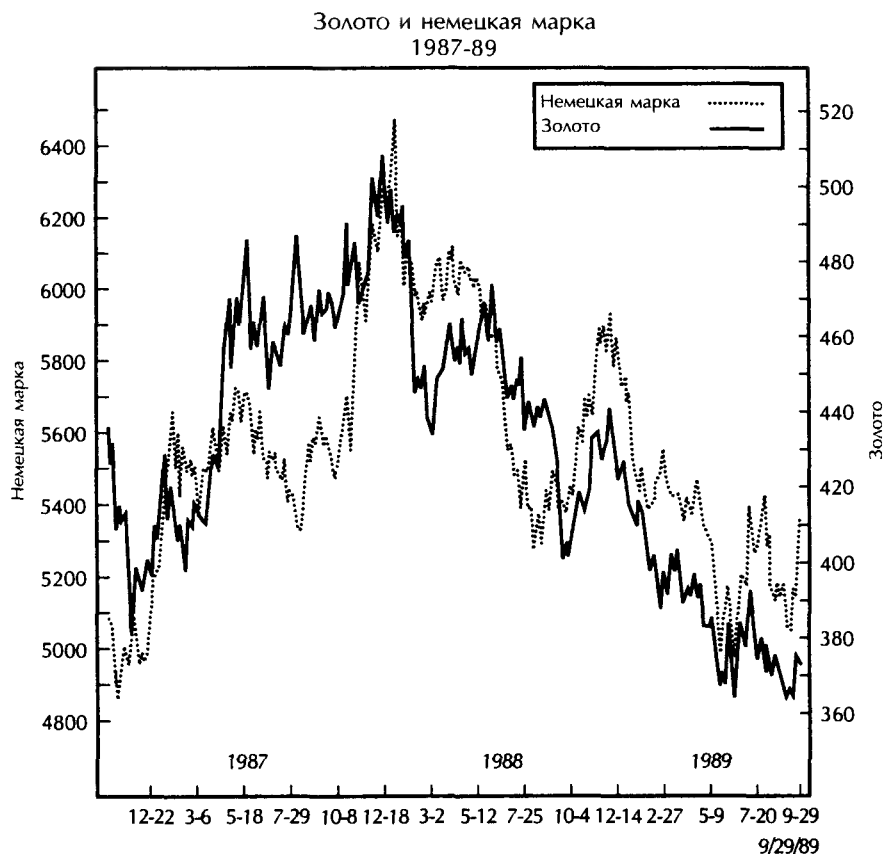
Рисунок 5.10 демонстрирует сильную положительную корреляцию между ценами на золото и курсом немецкой марки в течение десяти лет, с 1980 по 1989 год. (Хотя в наших примерах используется немецкая марка, для сравнения можно взять большинство других иностранных валют, в частности, британский фунт, швейцарский франк, японскую иену или индексы иностранных валют.) Обратите внимание, как точно повторяют друг друга развороты двух кривых в одном направлении. За эти десять лет на рынках золота и немецкой марки произошли три важных разворота. В первой половине 1980 года цены на золото и курс немецкой марки образовали пики (опередившие на полгода медвежий разворот индекса CRB). В первой половине 1985 года оба рынка достигли минимума, а в декабре 1987 года вместе повернули вниз. Падение курсов марки и других иностранных валют (а, следовательно, и рост курса доллара) продолжалось до начала лета 1989 года и сопровождалось понижением цен на золото (см. рис. 5.11). В июне 1989 года марка и золото одновременно упали до низшей точки (что совпало с медвежьим разворотом курса доллара).

В сентябре 1989 года курс марки образовал вторую впадину, оказавшуюся значительно выше первой. В то же самое время цены на золото упали до уровня предыдущего минимума, сформировав «двойное основание». Таким образом, появление

модели «повышающиеся основания» на графике марки в начале осени 1989 года свидетельствовало о «положительном расхождении» между курсом марки и ценами на золото и предупредило о возможном бычьем развороте рынка золота. Стоит ли говорить, что последовавший подъем курса марки и рынка золота совпал с падением курса доллара. Исходя из наличия тесных взаимосвязей между рынком золота и немецкой маркой (и большинством основных иностранных валют), можно заключить, что анализ валютных рынков крайне важен как для определения перспектив рынка золота, так и для прогнозирования общего уровня товарных цен. Выше уже говорилось, что рынок золота является опережающим индикатором индекса CRB. А если учесть, что рынок золота тесно связан с иностранными валютами, вывод напрашивается сам собой: *иностраннные валюты также являются опережающими индикаторами товарных рынков, цены на которых назначаются в долларах США.* Рисунок 5.12 наглядно иллюстрирует вышесказанное.

РИСУНОК 5.11

Зависимость между рынком золота и немецкой маркой в 1987—89 годах. После одновременного образования пиков в конце 1987 года рынок золота и курс марки падали до лета 1989 года. Появление более высокой впадины на графике марки в сентябре 1989 года – признак потенциальной силы иностранных валют и рынка золота.



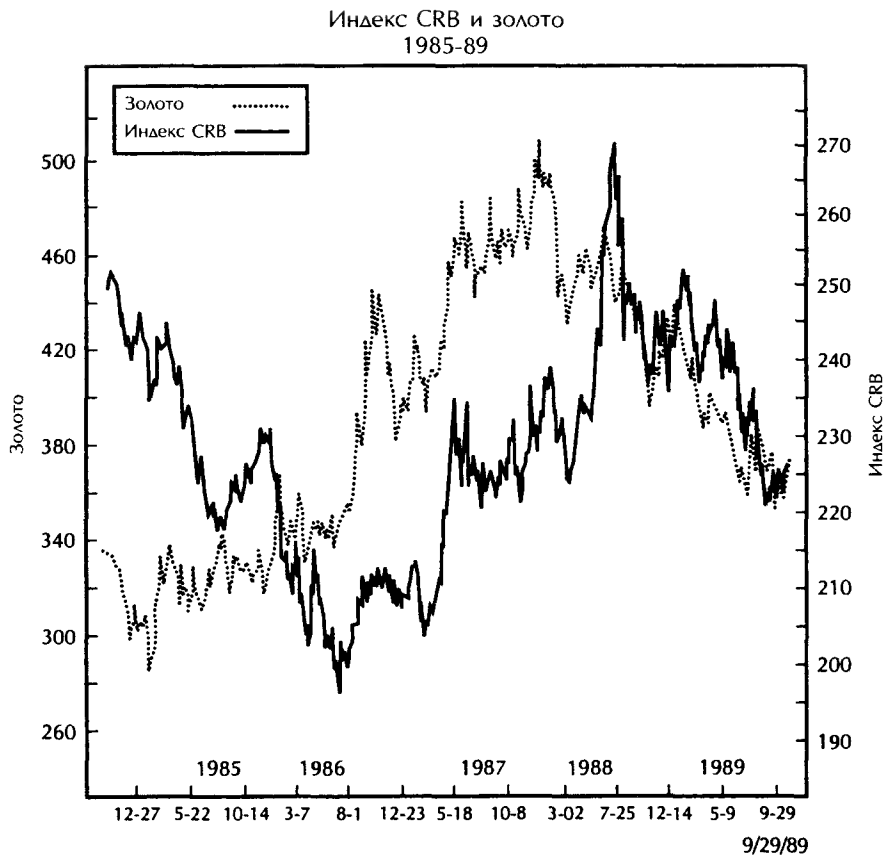
ЗОЛОТО КАК ОПЕРЕЖАЮЩИЙ ИНДИКАТОР ИНДЕКСА CRB

Рисунки 5.12 и 5.13 наглядно подтверждают роль рынка золота как опережающего индикатора индекса CRB. Из рисунка 5.12 видно, что важные развороты рынка золота – бычий 1985 года и медвежий 1987 года – произошли с опережением индекса CRB. (В 1980 году цены на золото также повернули вниз раньше индекса CRB.) Цены на золото достигли минимума в 1985 году – более чем на год раньше индекса CRB (1986), а их декабрьский пик 1987 года опередил летний пик индекса CRB 1988 года более чем на шесть месяцев.

Рисунок 5.13 позволяет внимательно изучить события начала осени 1989 года. Хотя в августе и сентябре этого года падение индекса CRB продолжается, цены на золото держатся выше минимального уровня примерно в 360 долл., достигнутого в июне. Способность рынка золота в сентябре 1989 года удерживаться выше июньского минимума свидетельствует о «положительном расхождении» с индексом CRB и о возможном повышении общего уровня товарных цен. Вспомните, что предвестником этого «двойного основания» на рынке золота были «повышающиеся основания» немецкой марки. Таким образом, в третьем квартале 1989 года события

РИСУНОК 5.12

Развороты рынка золота обычно опережают развороты индекса CRB. Цены на золото повернули вверх в 1985 году (на год раньше индекса CRB) и примерно на полгода раньше, чем индекс CRB, повернули вниз в 1988 году.



развивались в такой последовательности: укрепление немецкой марки предупредило о возможности роста цен на золото, что в свою очередь стало сигналом потенциального бычьего разворота индекса CRB.

Взаимосвязь между долларом и рынком золота очень важна для прогнозирования тенденций общего уровня товарных цен. Использование в качестве промежуточного звена иностранных валют, в частности немецкой марки, существенно упрощает анализ этой взаимосвязи. Условно говоря, примеры с немецкой маркой на рисунках 5.10 и 5.11 также демонстрируют обратную зависимость между рынком золота и долларом, но в иной форме. Они объясняют, почему развороты курса марки обычно опережают развороты индекса CRB. На рисунке 5.14 видно, что с 1985 года по третий квартал 1989 года динамика марки опережала динамику индекса CRB. Рисунок 5.15 показывает, как падение курса марки в мае 1989 года вызвало понижение индекса CRB (что совпало с бычьими прорывами доллара и рынка облигаций), а укрепление марки в сентябре того же года указало на возможность предстоящего роста индекса CRB. На рисунке 5.10 представлены более отдаленные события: важные пики немецкой марки и рынка золота в первом квартале 1980 года, ставшие предвестниками разворота долгосрочной восходящей тенденции индекса CRB в четвертом квартале того же года.

РИСУНОК 5.13

Падение рынка золота весной 1989 года опередило майский медвежий прорыв индекса CRB на два месяца. Потенциальное «двойное основание», образовавшееся на рынке золота в июне—сентябре 1989 года, свидетельствует о возможном бычьем развороте индекса CRB.

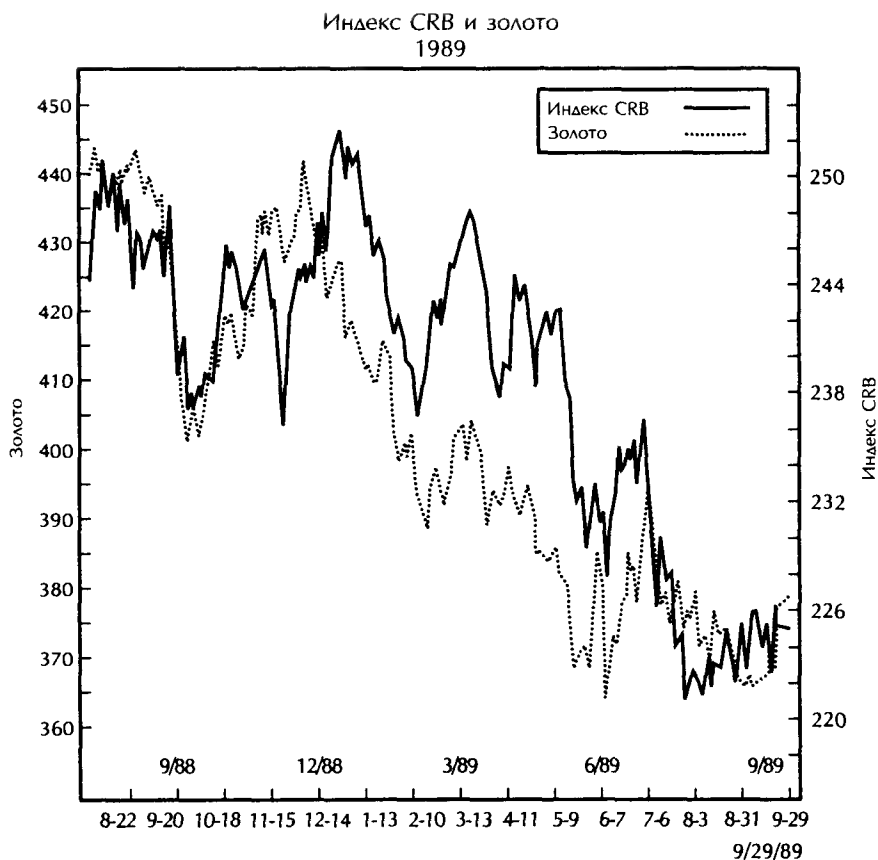
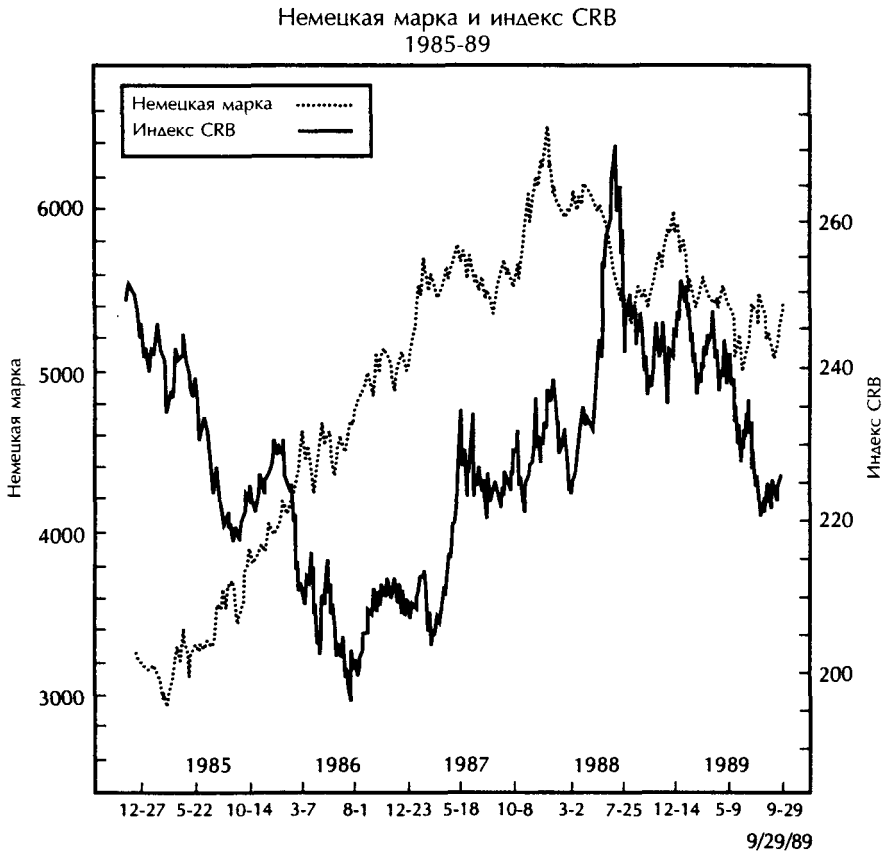


РИСУНОК 5.14

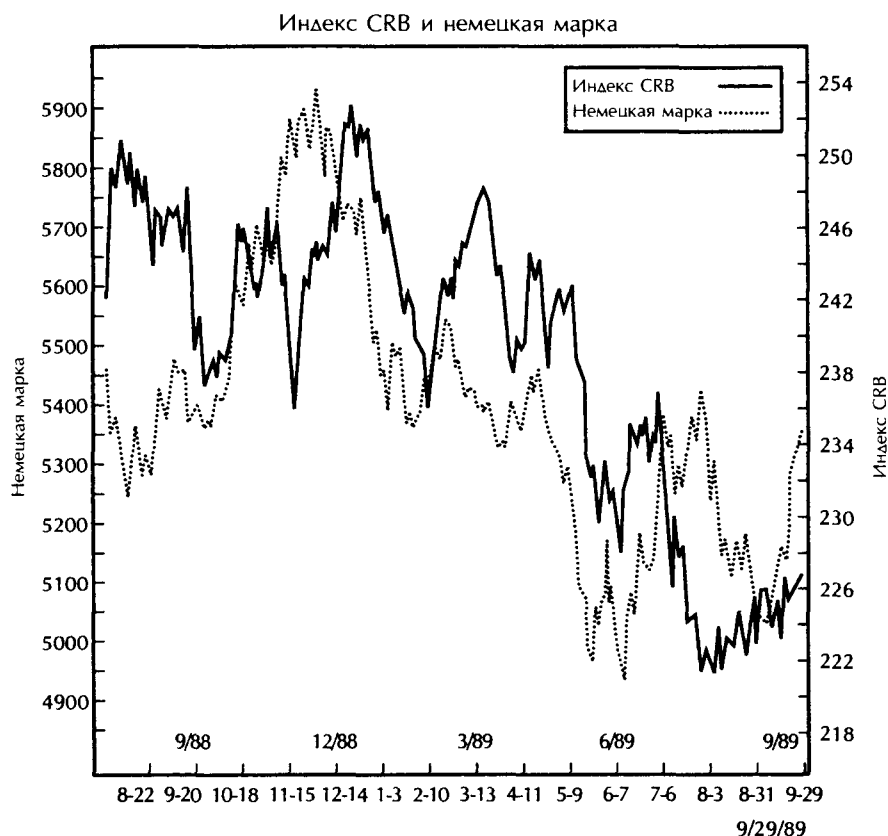
Немецкую марку (или другие иностранные валюты) можно использовать как опережающий индикатор индекса CRB. В 1985 году курс немецкой марки повернул вверх на год раньше индекса CRB, а в конце 1987 года на семь месяцев раньше индекса CRB повернул вниз.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 5.15

Зависимость между немецкой маркой и индексом CRB с сентября 1988 по сентябрь 1989 года. С декабря по июнь падение курса марки опережало снижение индекса CRB. Образование маркой более высокой впадины осенью 1989 года сигнализирует о предстоящем повышении товарного индекса. Поскольку иностранные валюты движутся в противоположных направлениях с долларом США, они движутся в одном направлении с американскими товарными рынками, несколько опережая последние.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

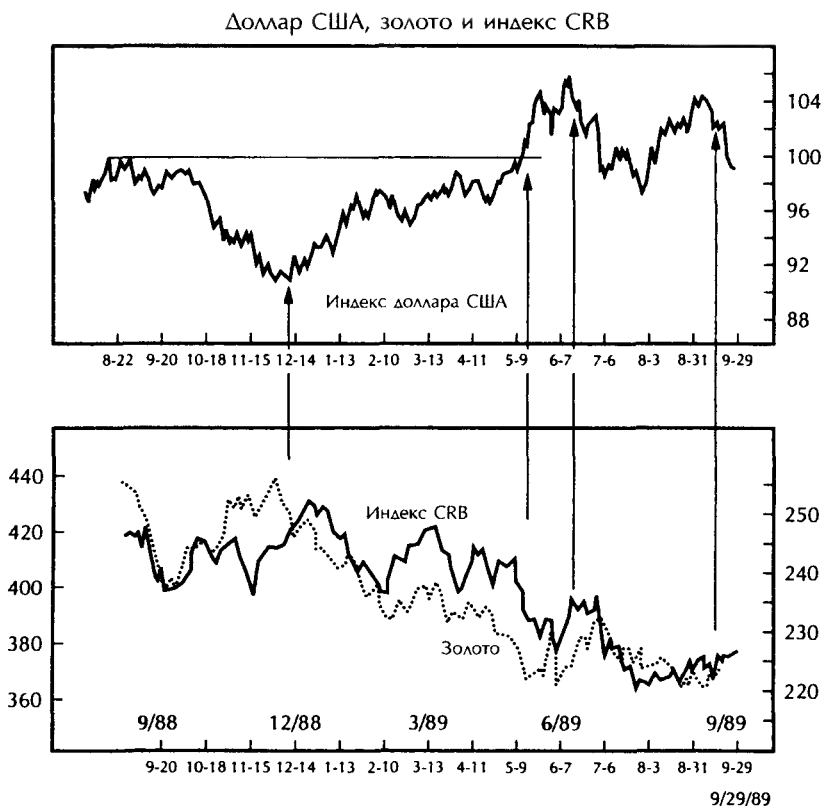
КОМБИНИРОВАННЫЙ АНАЛИЗ ДОЛЛАРА, ЗОЛОТА И ИНДЕКСА CRB

Простое сравнение доллара и индекса CRB не является достаточным. Повышение курса доллара в конечном итоге вызывает падение индекса CRB, а понижение курса доллара – его рост. Причина того, почему развороты доллара значительно опережают развороты индекса CRB, становится ясной, если в качестве связующего звена между долларом и индексом CRB использовать рынок золота. В случае разворота долгосрочных тенденций период опережения между рынком золота и индексом CRB может составлять целый год. При краткосрочных и среднесрочных изменениях тенденций, происходящих значительно чаще, *рынок золота в среднем опережает индекс CRB примерно на четыре месяца*. Следовательно, то же самое можно сказать и о длительности периода опережения между разворотами курса доллара и индекса CRB.

На рисунке 5.16 сравниваются все три рынка с сентября 1988 по сентябрь 1989 года. На верхнем графике показана динамика индекса доллара США: декабрьский

РИСУНОК 5.16

Сравнение индекса доллара (верхняя рамка), рынка золота и индекса CRB (нижняя рамка). Минимум курса доллара в конце 1988 года вызвал падение рынка золота, а это спровоцировало медвежий разворот индекса CRB. Рынок золота успел преодолеть уровень предыдущих минимумов и уже устойчиво снижался, когда под влиянием бычьего прорыва доллара в мае 1989 года индекс CRB упал ниже уровня поддержки. Падение курса доллара, начавшееся осенью 1989 года, способствовало подъему рынка золота, который потянул за собой индекс CRB.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

минимум 1988 года, бычий прорыв в мае 1989 года и два пика в том же году – июньский и сентябрьский. В нижней рамке сравниваются графики рынка золота и индекса CRB за тот же период времени. Вершина, сформировавшаяся на рынке золота в декабре 1988 года (и совпавшая с минимумом курса доллара), опередила пик индекса CRB примерно на месяц. В марте 1989 года цены на золото достигли новых минимумов, предупредив о предстоящем медвежьем прорыве индекса CRB, который произошел спустя два месяца. Основной причиной этого майского прорыва стал бычий прорыв индекса доллара в том же месяце.

Пики индекса доллара в июне и сентябре 1989 года (см. верхний график на рис. 5.16) совпали с «двойным основанием» на рынке золота, которое в свою очередь может быть сигналом бычьего разворота индекса CRB. Во всех трех случаях определяющую роль играет доллар. Однако промежуточным звеном, через которое реализуется влияние доллара на индекс CRB, является рынок золота. Поэтому все три рынка необходимо анализировать одновременно.

РЕЗЮМЕ

Связь доллара США с рынками облигаций и акций не является прямой. Доллар более тесно связан с индексом CRB, который в свою очередь влияет на облигации и акции. Тенденции доллара и индекса CRB противоположно направлены. Падение курса доллара и сопутствующая инфляция в конечном итоге приводят к повышению индекса CRB. Рост курса доллара и, соответственно, отсутствие инфляции вызывают понижение индекса CRB. Бычье влияние растущего курса доллара на рынки облигаций и акций реализуется тогда, когда товарные рынки поворачивают вниз. Медвежье воздействие падающего курса доллара на рынки облигаций и акций проявляется, когда товарные рынки поворачивают вверх.

Из всех товарных рынков золото наиболее чувствительно к изменениям курса доллара, и цены на него обычно движутся в направлении, противоположном движению курса американской валюты. Рынок золота опережает развороты индекса CRB примерно на четыре месяца (в случае долгосрочных тенденций период опережения составляет в среднем около года) и является связующим звеном между долларом и товарным индексом. Иностранные валюты очень тесно коррелируют с рынком золота, поэтому их часто можно использовать в качестве опережающего индикатора индекса CRB.

В следующей главе мы перейдем к непосредственному изучению связей между долларом, процентными ставками и акциями. Наряду с этим будет проведен сравнительный анализ индекса CRB и рынка акций с целью установить наличие связи между ними. Выяснив уже, что доллар оказывает сильное влияние на рынок золота, мы также рассмотрим взаимосвязь между рынком золота и рынком акций.

Зависимость между долларом, процентными ставками и акциями

До настоящего момента мы подчеркивали важность определенной последовательности при анализе четырех рыночных секторов: начинать следует с доллара, а затем переходить к товарам, облигациям и акциям. Мы также акцентировали внимание читателя на важной роли товарных рынков как связующего звена между долларом и рынком облигаций. Однако в этой главе динамика доллара будет напрямую сравниваться с динамикой рынков облигаций и акций. Также будет рассмотрена связь непосредственно между индексом CRB и рынком акций, если, конечно, нам удастся установить наличие таковой. Затем мы сопоставим динамику цен на золото и акции в восьмидесятые годы, поскольку в условиях падения рынка акций золото часто рассматривают как один из альтернативных объектов для инвестиций.

Межрыночный анализ обычно начинается с доллара, а затем последовательно охватывает три остальных сектора. На самом деле отправную точку анализа определить невозможно. Рассмотрим последовательность событий в периоды циклического роста и падения рынка акций. Доллар поворачивает вверх (1980). Рост курса доллара и связанное с этим падение темпов инфляции вызывают снижение цен на товары (1980—81). Вслед за ними снижаются процентные ставки, что приводит к росту цен на облигации (1981). Повышение рынка облигаций оказывает бычье воздействие на рынок акций (1982). В течение некоторого времени повышение курса доллара происходит одновременно с падением товарных цен и процентных ставок и с ростом цен на облигации и акции (1982—85).

Затем снижение процентных ставок начинает оказывать медвежье воздействие на доллар (снижение процентных ставок уменьшает привлекательность национальной валюты, поскольку падает доходность процентных бумаг, выраженных в этой валюте), и доллар слабеет (1985—87). Складывается следующая ситуация: доллар, товарные цены и процентные ставки снижаются, а цены облигаций и акций повышаются. Спустя некоторое время падение курса доллара вызывает рост цен на товары (1987), что в свою очередь ведет к повышению процентных ставок и снижению цен на облигации. А падающий рынок облигаций тянет за собой рынок акций (1987). Далее в результате повышения процентных ставок доллар снова начинает расти (1988), и бычий цикл повторяется.

Воздействие одного рынка на другой, распространяющееся по всем четырем секторам, как круги по воде, на самом деле не имеет начала и конца. Динамика курса доллара, рассматривавшаяся нами как отправная точка анализа, в действительности является реакцией на изменения процентных ставок, которые определяются в первую очередь динамикой курса доллара. Несмотря на кажущуюся сложность, все это

имеет очень простое объяснение. Падение курса доллара и сопутствующая этому инфляция приводят к повышению процентных ставок. Из-за увеличения процентных ставок доллар становится привлекательнее других валют, а это способствует повышению его курса. Рост курса доллара и соответствующее падение инфляции ведут к снижению процентных ставок. Из-за снижения процентных ставок доллар становится менее привлекательным по сравнению с другими валютами, и его курс падает. И так далее, и так далее.

Описанный выше сценарий показывает, как тесно связаны между собой доллар и рынок облигаций, и позволяет лучше понять, почему укрепление доллара оказывает бычье воздействие на рынок облигаций. Рост курса доллара вызывает снижение процентных ставок и тем самым подталкивает вверх цены на облигации. Падение курса доллара ведет к повышению процентных ставок и снижению цен на облигации. А как мы выяснили в главе 4, рынок облигаций неизбежно тянет за собой рынок акций. В данной главе основное внимание будет сосредоточено на более тесной связи между долларом и процентными ставками. Помимо этого, мы рассмотрим влияние доллара на рынок акций, которое реализуется через более длительное время и преломляется через рынок облигаций.

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ: ОТСТАВАНИЕ ИЛИ ОПЕРЕЖЕНИЕ?

Хотя товарные рынки не являются основным предметом данной главы, их нельзя полностью исключить из рассмотрения. Во взаимосвязях между долларом и товарными рынками роль первопричины обычно отводится доллару. Считается, что тенденции товарных рынков всецело определяются динамикой курса доллара. Тем не менее есть основания утверждать, что темпы инфляции, определяемые товарными рынками (которые также влияют на величину процентных ставок), задают и направление движения доллара. Повышение товарных цен и процентных ставок спустя некоторое время вызывает рост курса доллара. Так, за повышением индекса CRB и процентных ставок весной 1987 года последовал подъем курса доллара в начале 1988 года. Так чем же являются товарные рынки во взаимосвязях с долларом – причиной или следствием? Правильный ответ – и тем, и другим, поскольку эта причинно-следственная связь представляет собой замкнутый цикл. Изменения тенденций товарных рынков (совпадающих с тенденциями процентных ставок) являются следствием, а затем (по прошествии некоторого времени) и одной из причин изменений в динамике курса доллара.

Сравнение доллара непосредственно с рынками облигаций и акций (без учета товарных рынков) является неполным. Такой упрощенный подход, возможно, помогает лучше разобраться в механизме связей между этими рынками, но оставляет нерешенной весьма щекотливую проблему – длительность периодов опережения/отставания. Прямое сравнение позволяет понять последовательность событий, однако не дает ответа на вопрос, когда следует ожидать изменения тенденций. Как было показано в главе 5, катализатором этого процесса обычно является повышение или понижение общего уровня товарных цен, предвестником которых часто выступают тенденции рынка золота. А теперь, с учетом всех этих оговорок, рассмотрим историю зависимости между долларом и процентными ставками за последние годы.

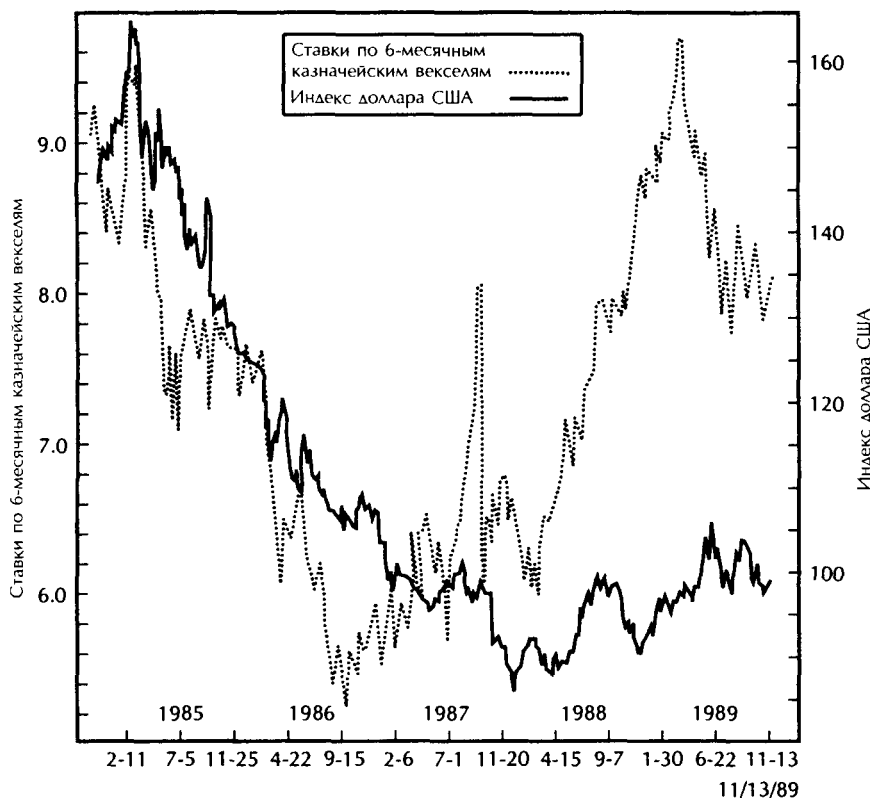
ДОЛЛАР И КРАТКОСРОЧНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Краткосрочные процентные ставки отличаются от долгосрочных большей изменчивостью и, как правило, быстрее реагируют на изменения денежно-кредитной политики. Доллар более чувствителен к изменениям краткосрочных, чем долгосроч-

РИСУНОК 6.1

Зависимость между краткосрочными процентными ставками и долларом в 1985—89 годах. Доллар движется в том же направлении, что и процентные ставки, но с некоторым отставанием. Пик курса доллара в 1985 году был следствием падения процентных ставок, продолжавшегося с 1981 года. Курс доллара достиг минимума в конце 1987 года, через год с лишним после того, как процентные ставки повернули вверх.

Краткосрочные процентные ставки и индекс доллара США
1985-89



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ных процентных ставок. Последние больше зависят от долгосрочных инфляционных ожиданий. Соотношение между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками также влияет на динамику курса доллара и позволяет определить, какую цель преследует в данный момент ФРС — либерализовать или ужесточить денежно-кредитную политику.

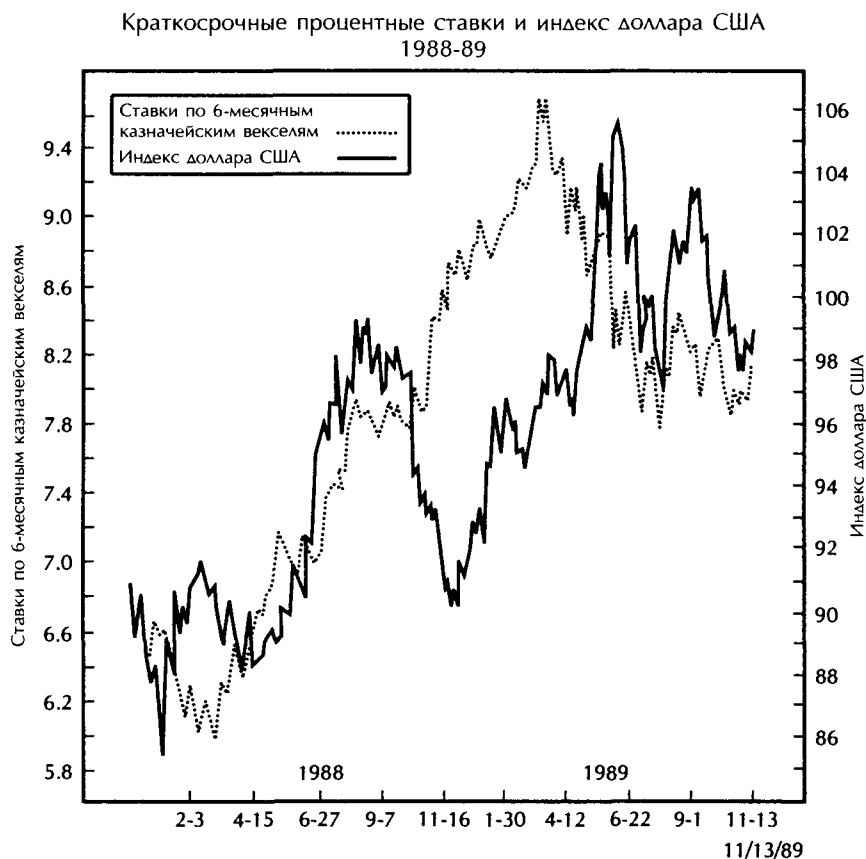
На рисунке 6.1 сравниваются ставки по шестимесячным казначейским векселям и курс доллара за период с 1985 по третий квартал 1989 года. Процентные ставки падали с 1981 года (как следствие повышения курса доллара от минимума 1980 года). В 1985 году снижение процентных ставок стало оказывать медвежье воздействие на доллар. С начала 1985 по конец 1986 года и доллар, и процентные ставки падали. Однако к концу 1986 года падение курса доллара и связанное с этим усиление инфляции привело к росту процентных ставок (и товарных цен). Хотя этот рост процентных ставок, начавшийся в 1986 году, сам по себе был прямым следствием ослабления доллара и усиления инфляционного давления, именно он обусловил окончание падения курса доллара в декабре 1987 года.

В начале осени 1987 года рост краткосрочных процентных ставок, длившийся к тому времени уже больше года, начал сказываться на динамике курса доллара, вызвав его незначительный рост. Однако после крушения рынка акций в октябре 1987 года процентные ставки также рухнули в результате резкого повышения ликвидности денежно-кредитной системы Советом управляющих ФРС с целью прекратить панику на рынке акций. Кроме того, средства, лихорадочно выводимые с рынка акций, хлынули на безопасные рынки казначейских векселей и облигаций. Цены на векселя и облигации резко подскочили, а процентные ставки упали. Снижение процентных ставок стало одной из причин быстрого падения курса доллара до новых минимумов. Таким образом, обвал доллара осенью 1987 года был следствием резкого снижения процентных ставок, которое в свою очередь было вызвано крушением рынка акций. В подобных ситуациях связи между рынком акций, процентными ставками и долларом становятся весьма драматичными и реализуются мгновенно.

Под влиянием повышения процентных ставок доллар все же повернул вверх 1988 году (после стабилизации рынка акций). Бурный рост краткосрочных процентных ставок создал благоприятные условия для укрепления доллара. К апрелю

РИСУНОК 6.2

Курс доллара повышался вслед за ростом краткосрочных процентных ставок до середины 1989 года. Пик ставок по казначейским векселям в марте 1989 года стал одной из причин образования пика курса доллара через три месяца.



1989 года краткосрочные процентные ставки достигли пика (см. рис. 6.2). В результате через два месяца доллар начал слабеть.

На рисунке 6.3 сравниваются доллар и доходность 30-летних казначейских облигаций. Хотя колебания рынка облигаций менее драматичны по сравнению с рынком казначейских векселей, его связь с долларом в общих чертах носит тот же характер. Облигации как средство долгосрочных инвестиций более чувствительны к инфляционным ожиданиям, поскольку инвесторы в надежде защитить свои средства от разрушительного действия инфляции ищут более доходные финансовые инструменты. Доходность облигаций начала повышаться в 1987 году, когда стали сказываться инфляционные последствия падения курса доллара (и роста товарных цен). Обвал доллара в четвертом квартале 1987 года был прямым следствием резкого падения процентных ставок, вызванного октябрьским крушением рынка акций. Рост курса доллара с начала 1988 по середину 1989 года (обусловленный повышением процентных ставок) способствовал ослаблению инфляционных ожиданий (и

РИСУНОК 6.3

Зависимость между доходностью казначейских облигаций и долларом в 1985—89 годах. Связь между долларом и процентными ставками имеет циклический характер. Падение курса доллара приводит к повышению процентных ставок (1986), а это в свою очередь подталкивает доллар вверх (1988). Рост курса доллара вызывает снижение процентных ставок (1989), в результате чего доллар слабеет.

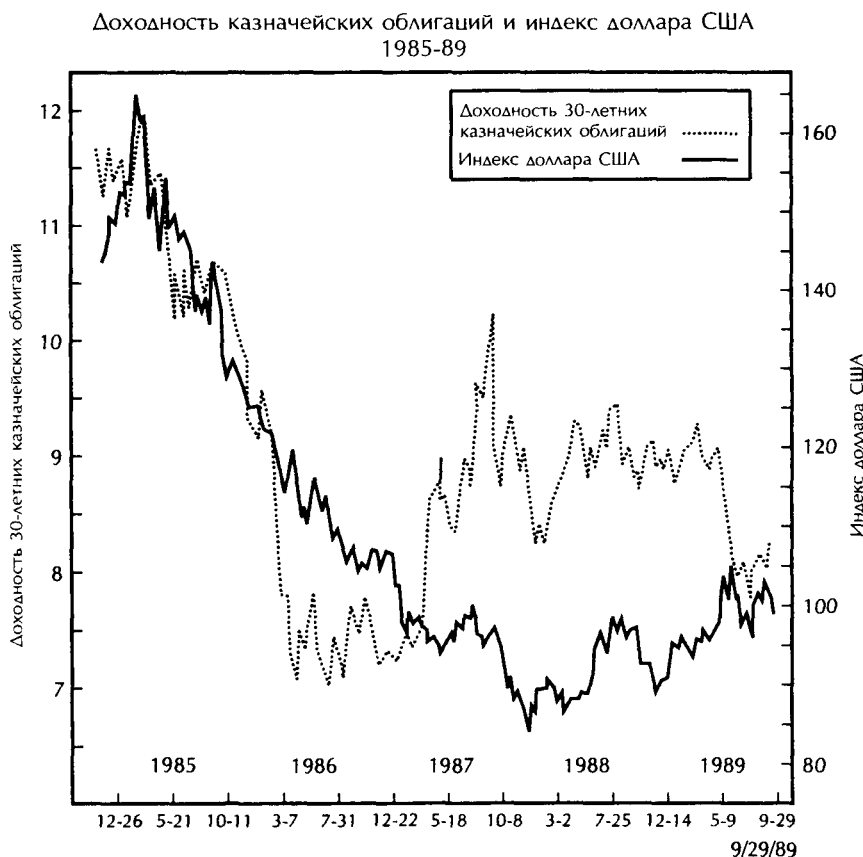
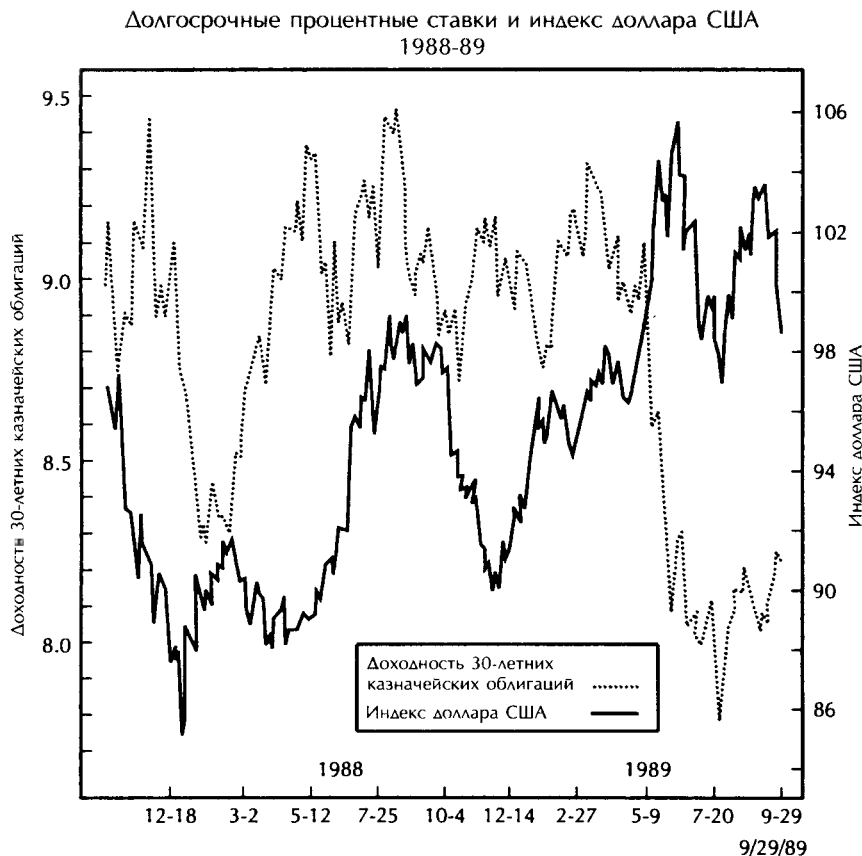


РИСУНОК 6.4

Повышение доходности облигаций поддерживало рост курса доллара до середины 1989 года. Резкое снижение доходности облигаций весной 1989 года способствовало падению курса доллара летом того же года.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

тем самым падению товарных цен), поэтому в мае 1989 года доходность облигаций начала снижаться. Последнее, в свою очередь, способствовало ослаблению доллара летом 1989 года.

На рисунке 6.4 рост курса доллара от декабрьского минимума 1987 года до июньского пика 1989 года представлен более подробно. В мае 1989 года доллар решительно преодолел уровень максимума 1988 года. Этот бычий прорыв (вызвавший падение товарных цен и рост цен на облигации) привел к резкому снижению процентных ставок и стал одной из причин падения самого доллара всего через пару месяцев. Приведенные графики наглядно демонстрируют тесную взаимосвязь между долларом и процентными ставками и объясняют, почему на практике невозможно выделить опережающий и отстающий рынки. Хотя последнее и не обязательно, понимать механизм взаимодействия доллара и процентных ставок необходимо.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ДОЛГОСРОЧНЫМИ И КРАТКОСРОЧНЫМИ СТАВКАМИ

На рисунке 6.5 сравниваются краткосрочные и долгосрочные процентные ставки в период с 1982 по 1989 год. Из графиков следует, что долгосрочные процентные ставки обычно выше краткосрочных. В 1982 году краткосрочные ставки снижались значительно быстрее долгосрочных – это свидетельствовало о либерализации денежно-кредитной политики. Не удивительно, что в 1982 году на рынках облигаций и акций начались бычьи тенденции. Взлет доходности краткосрочных долговых обязательств в 1988 и в начале 1989 года был вызван ужесточением денежно-кредитной политики ФРС в связи с ростом инфляционных ожиданий. В результате образо-

РИСУНОК 6.5

Зависимость между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками в 1982—89 годах. Долгосрочные процентные ставки обычно выше краткосрочных. Если краткосрочные процентные ставки падают быстрее долгосрочных (1982), это свидетельствует о либеральной денежно-кредитной политике, благоприятствующей финансовым активам. Если краткосрочные процентные ставки растут быстрее долгосрочных (1988 и начало 1989 года), это означает ужесточение денежно-кредитной политики и оказывает медвежье давление на финансовые активы.

Долгосрочные и краткосрочные процентные ставки
1982-89

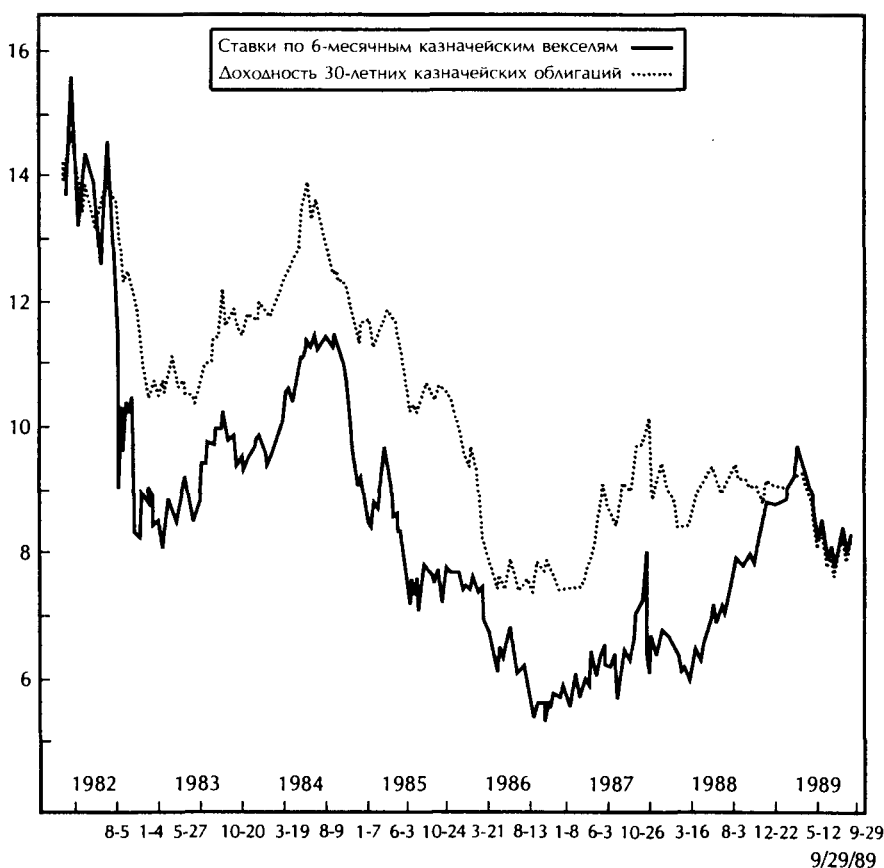
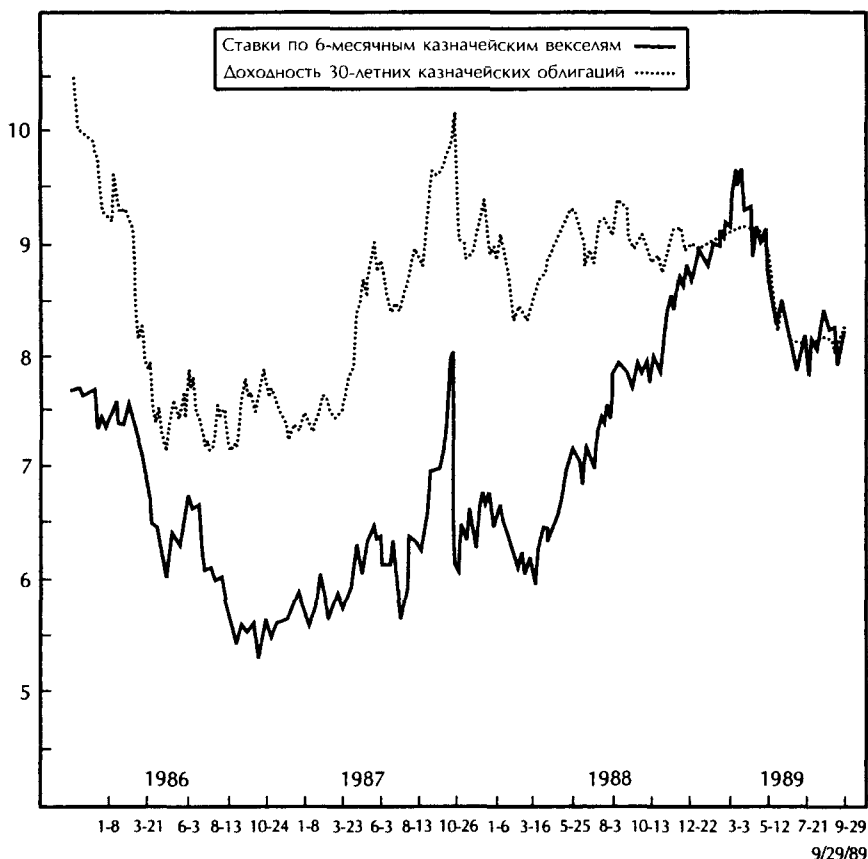


РИСУНОК 6.6

В результате ужесточения денежно-кредитной политики с весны 1988 по весну 1989 года краткосрочные процентные ставки росли быстрее долгосрочных. Весной 1989 года краткосрочные процентные ставки оказались выше долгосрочных (обратная кривая доходности), что обычно неблагоприятно сказывается на финансовых активах. Ужесточение денежно-кредитной политики способствует росту курса доллара, а ее либерализация вызывает падение курса доллара.

Долгосрочные и краткосрочные процентные ставки



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ввалась так называемая *отрицательная кривая доходности* (краткосрочные процентные ставки выше долгосрочных), что отражено на рисунке 6.6.

Ужесточение денежно-кредитной политики с 1988 по начало 1989 года сопровождалось ростом курса доллара, для которого подобные меры благоприятны, в то время как либерализация денежно-кредитной политики обычно приводит к ослаблению доллара. (Отрицательная, или обратная, кривая доходности, подобная наблюдавшейся в начале 1989 года, обычно неблагоприятна для рынка акций). Долгосрочные и краткосрочные ставки начали падать в апреле 1989 года, и спустя два месяца курс доллара также повернул вниз. Таким образом, соотношение между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками (кривая доходности) играют не менее важную роль для доллара, чем направление их движения. Рассмотрев процентные ставки, перейдем теперь к сравнению динамики курса доллара и процентных фьючерсов, при операциях с которыми используют *цену*, а не *доходность*.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ДОЛЛАРОМ И ФЬЮЧЕРСАМИ НА ОБЛИГАЦИИ

Вызывает ли падение курса доллара снижение цен на облигации? Да, но по истечении некоторого времени. Рисунок 6.7 демонстрирует, как опасно подходить ко всем рыночным ситуациям с одной меркой. 1985 и большая часть 1986 года характеризовались ростом цен облигаций и обвальным падением курса доллара. В этот период быкам на рынке облигаций не следовало обращать внимание на ослабление доллара. Те, кто видели только падение курса доллара (и не замечали одновременного падения товарных цен), наверняка преждевременно закрыли свои длинные позиции по облигациям. Однако с 1988 по середину 1989 года повышение рынка облигаций сопровождалось укреплением доллара. На рисунке 6.8 показана сильная корреляция между фьючерсами на облигации и долларом в 1987—89 годах. Бычий прорыв доллара весной 1989 года вызвал аналогичный прорыв на рынке облигаций.

РИСУНОК 6.7

Зависимость между долларом и ценами на облигации в 1985—89 годах. Несмотря на падение курса доллара, цены облигаций росли с 1985 по 1986 год. С начала 1988 по середину 1989 года цены облигаций повышались одновременно с курсом доллара. Падение курса доллара оказывает медвежье воздействие на рынок облигаций, а рост курса доллара – бычье, но это воздействие проявляется по прошествии некоторого времени.

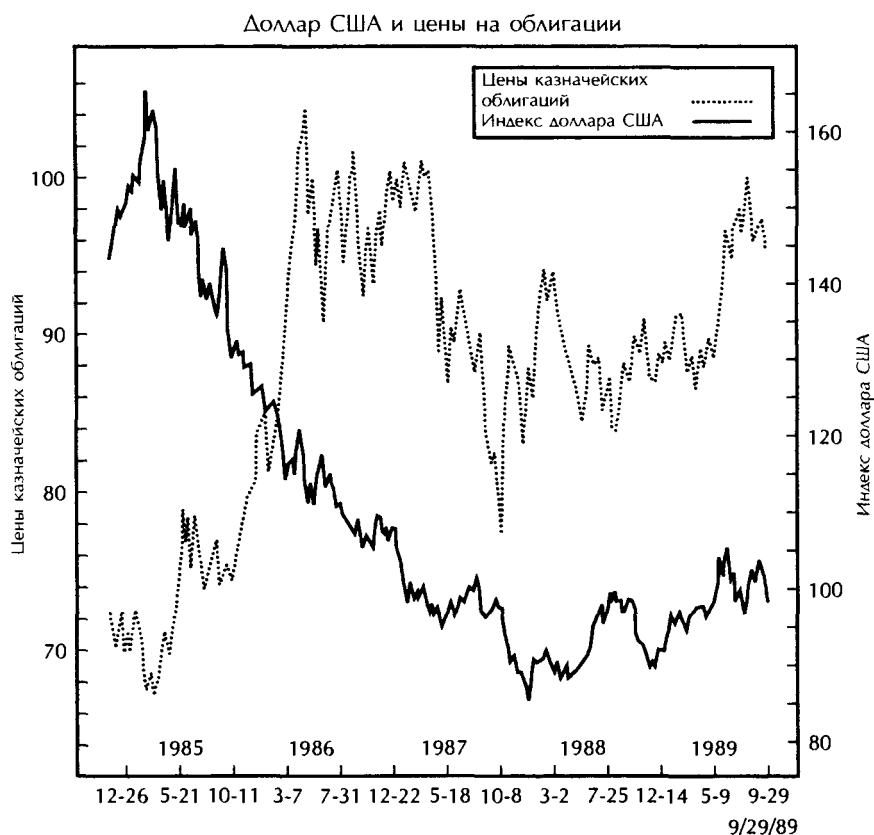
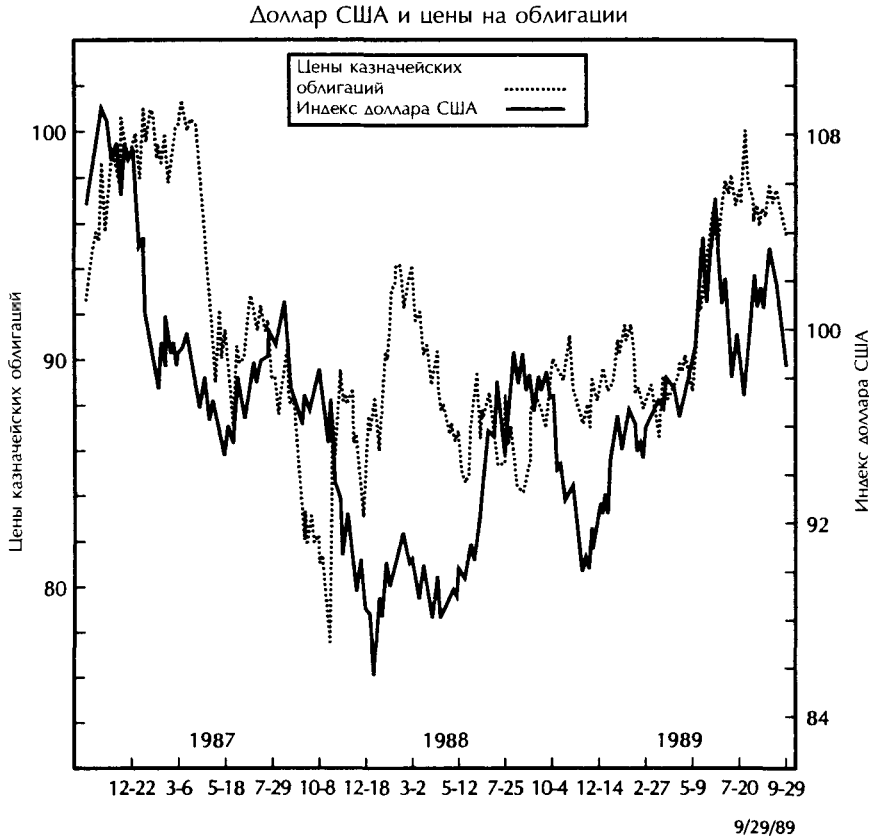


РИСУНОК 6.8

Зависимость между долларом и ценами на облигации в 1987—89 годах. С начала 1988 по 1989 год оба рынка повышались. Бычий прорыв доллара в мае 1989 года совпал с бычим прорывом на рынке облигаций.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

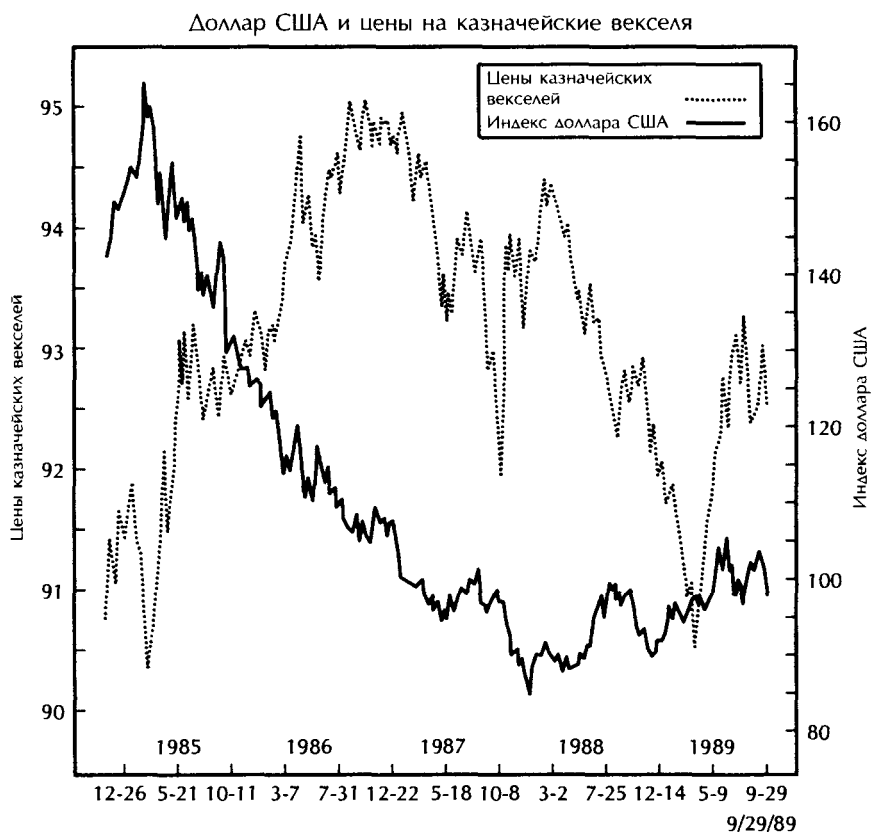
ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ДОЛЛАРОМ И ФЬЮЧЕРСАМИ НА КАЗНАЧЕЙСКИЕ ВЕКСЕЛЯ

На рисунках 6.9 и 6.10 сравниваются курс доллара и фьючерсные цены казначейских векселей. На графиках видно резкое падение фьючерсных цен на казначейские векселя с начала 1988 по начало 1989 года как следствие быстрого повышения краткосрочных процентных ставок. На протяжении этих 12 месяцев между фьючерсами на казначейские векселя и долларом наблюдалась сильная обратная зависимость. Это еще раз доказывает, что доллар более чувствителен к изменениям краткосрочных, чем долгосрочных процентных ставок, и объясняет, почему курс доллара и цены казначейских векселей часто движутся в противоположных направлениях. Ужесточение денежно-кредитной политики приводит к повышению краткосрочных процентных ставок и снижению цен на векселя. В такие периоды курс доллара растет. Либерализация денежно-кредитной политики вызывает повышение цен на казначейские векселя и снижение краткосрочных процентных ставок, а вместе с ними снижается курс доллара. В левой части рисунка 6.9 наблюдается еще один при-

мер сильной обратной связи между долларом и фьючерсами на казначейские векселя в 1985—86 годах. На рисунке 6.10 показан стремительный рост цен на казначейские векселя, начавшийся весной 1989 года и предопределивший окончание подъема курса доллара.

РИСУНОК 6.9

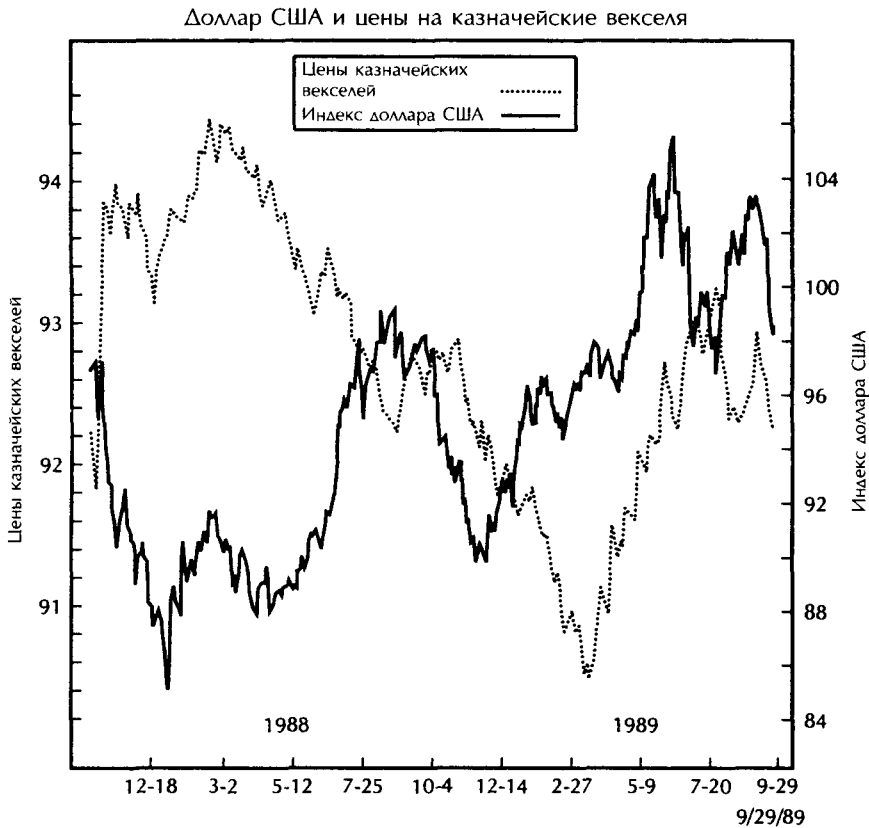
Зависимость между курсом доллара и фьючерсными ценами на казначейские векселя в 1985—89 годах. Между этими рынками часто наблюдается обратная зависимость. Пик цен на казначейские векселя в начале 1988 года способствовал стабилизации доллара (предупредив о повышении краткосрочных процентных ставок).



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 6.10

Зависимость между курсом доллара и фьючерсными ценами на казначейские векселя в 1988—89 годах. Падение цен на казначейские векселя обычно способствует укреплению доллара, поскольку оно означает повышение краткосрочных процентных ставок (большая часть 1988 года). Рост цен на казначейские векселя (1989), как правило, оказывает медвежье воздействие на доллар (так как он сопряжен со снижением краткосрочных процентных ставок).



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

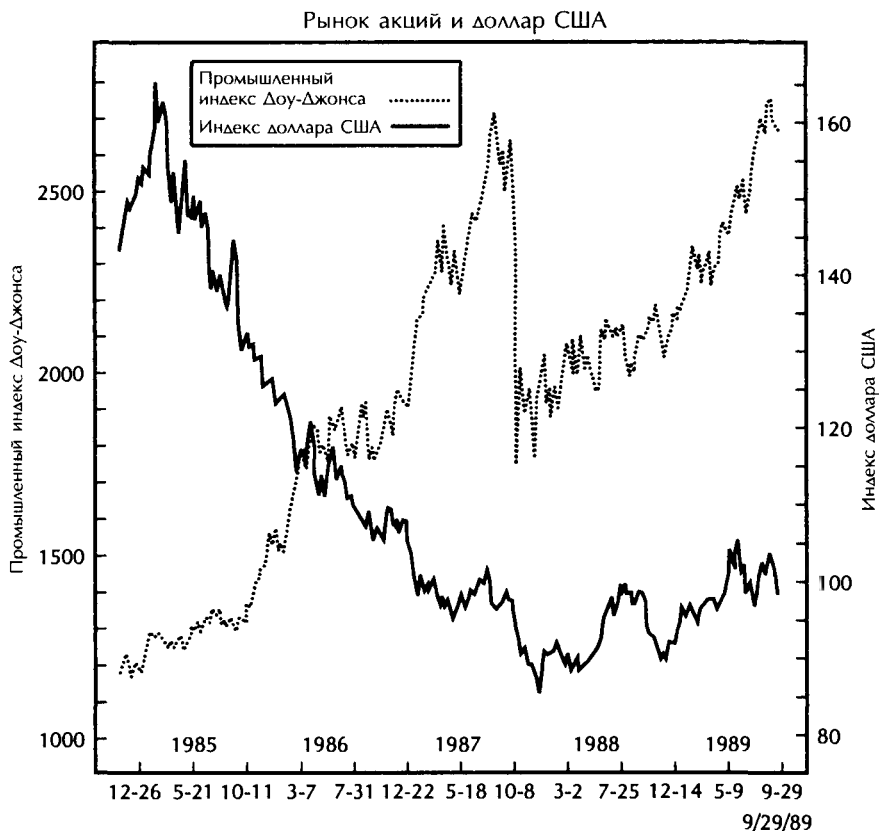
ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ДОЛЛАРОМ И РЫНКОМ АКЦИЙ

Поскольку и доллар, и рынок акций зависят направления движения процентных ставок (и инфляции), логично предположить, что между ними имеется прямая связь. Такая связь между долларом и рынком акций действительно существует, но часто реализуется с большой задержкой. Рост курса доллара спустя некоторое время приводит к снижению инфляции и процентных ставок, а это в свою очередь способствует подъему рынка акций. Падение курса доллара, сопровождающееся усилением инфляции и повышением процентных ставок, со временем оказывает на рынок акций медвежье воздействие. Однако утверждать, что укрепление доллара всегда вызывает повышение рынка акций, а его ослабление – понижение рынка акций, значит, чрезмерно упрощать картину.

На рисунке 6.11 сравниваются индекс доллара и промышленный индекс Доу-Джонса в период с 1985 года по третий квартал 1989 года. Первые два года курс доллара падал, а цены на акции быстро шли вверх. С 1988 до середины 1989 года доллар и рынок акций одновременно росли. Что же следует из этого примера? Да то, что иногда курс доллара и цены акций движутся в одном направлении, а иногда

РИСУНОК 6.11

Зависимость между индексом доллара и промышленным индексом Доу-Джонса в 1985—89 годах. Хотя тот факт, что падение курса доллара оказывает медвежье воздействие на рынок акций, не вызывает сомнений, рынок акций может длительное время расти на фоне падения курса доллара (1985—87). Оба рынка одновременно повышались в 1988—89 годах.



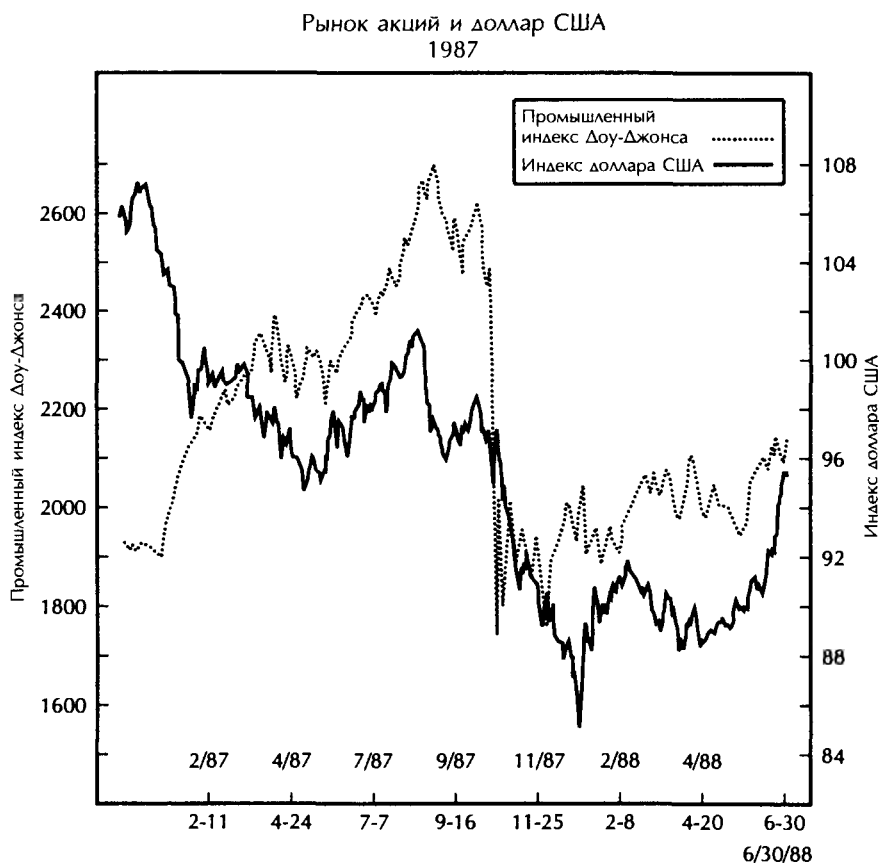
– в противоположных. Сложность состоит в определении длительности неизбежно возникающих периодов опережения/отставания, а также в выявлении последовательности событий, влияющих на оба рынка.

На рисунке 6.11 видно, что снижение курса доллара в 1985–87 годах сопровождалось повышением цен на акции. Резкое падение рынка акций произошло только во второй половине 1987 года, спустя более чем два года после пика курса доллара. Если вернуться к началу этого десятилетия, то курс доллара достиг минимума в 1980 году, опередив бычий разворот рынка акций (1982) также на два года. В 1988–89 годах укрепление доллара и рынка акций шло, в основном, одновременно. Летний пик курса доллара в 1989 году предупредил о вероятном развитии событий на рынке акций по медвежьему сценарию.

Взаимосвязь между долларом и рынком акций невозможно изучать в отрыве от инфляции (отраженной в товарных ценах) и процентных ставок (представленных облигациями). Воздействие доллара на рынок акций передается волнообразно, проходя, как круги по воде, через два других сектора. Иными словами, снижение курса доллара вызывает падение цен на акции только после того, как начинают расти

РИСУНОК 6.12

В период обвального падения цен акций в 1987 году наблюдалась тесная связь между долларом и рынком акций. После одновременного понижения в августе и октябре они вместе повернули вверх в четвертом квартале того же года.



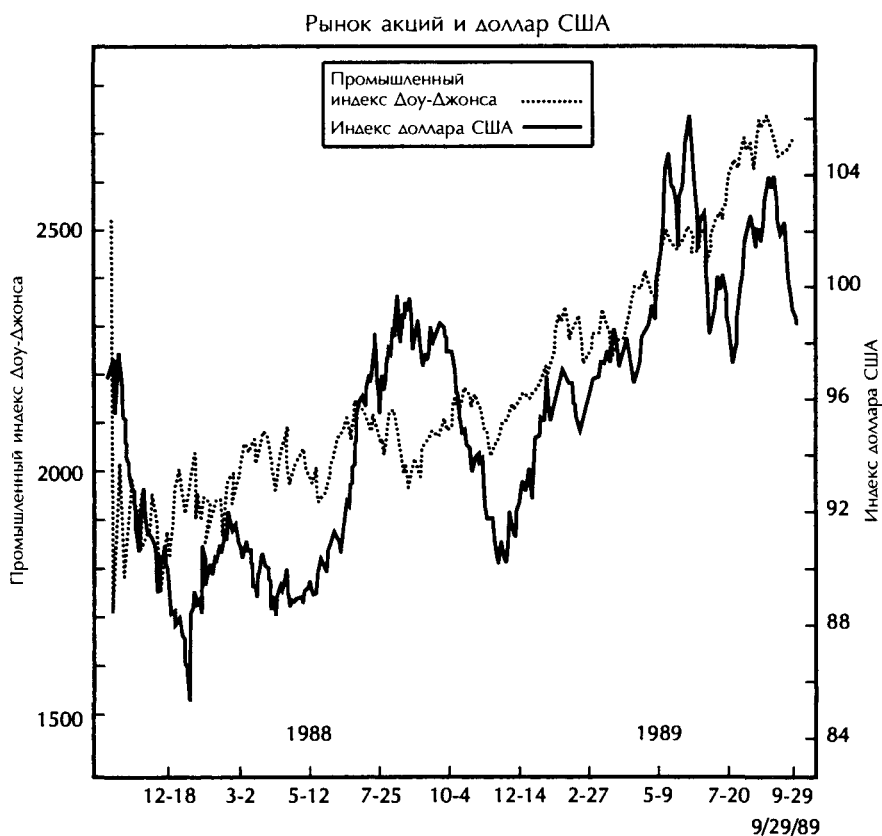
товарные цены и процентные ставки. Пока этого не произошло, курс доллара может снижаться одновременно с ростом цен на рынке акций (например, как в 1985—87 годах). Укрепление доллара начинает оказывать бычье давление на рынок акций, когда товарные цены и процентные ставки поворачивают вниз (например, как в 1980 и в начале 1981 года). В промежуточные периоды сильный доллар может сосуществовать со слабым или застойным рынком акций.

После летнего пика курса доллара 1989 года в течение нескольких месяцев слабый доллар сосуществовал с сильным рынком акций. Потенциально медвежье воздействие падения курса доллара на рынок акций реализуется только тогда, когда появляются признаки повышения товарных цен и процентных ставок. События 1987 и начала 1988 года служат наглядным примером того, как точно следуют друг за другом доллар и рынок акций в периоды резкого ослабления последнего.

На рисунке 6.12 сравнивается динамика доллара и рынка акций осенью 1987 года. Обратите внимание, как точно повторяли друг друга тенденции двух рынков в августе-октябре. Как уже говорилось, повышение процентных ставок в течение предшествующих нескольких месяцев способствовало некоторому укреплению доллара в мае-июле. В конце лета и доллар, и рынок акций начали демонстрировать признаки слабости и после незначительного подъема в октябре одновременно рух-

РИСУНОК 6.13

Курс доллара и цены акций росли в течение 1988 и первой половины 1989 года. В третьем квартале 1989 года доллар сформировал «двойную вершину» – потенциально медвежий сигнал для рынка акций.



нули. Резкое падение курса доллара во время октябрьского обвала рынка акций объясняется тесной зависимостью между акциями, процентными ставками и долларом. Чтобы остановить стремительно набирающее обороты падение рынка акций, ФРС задействовала дополнительные резервы, что вызвало быстрое снижение процентных ставок. Отток средств на безопасные рынки казначейских векселей и облигаций привел к резкому росту цен этих бумаг и соответственно к снижению их доходности.

В подобной ситуации обвального падения рынка акций ослабление доллара происходит в первую очередь как следствие либерализации денежно-кредитной политики. Хотя курс доллара падает одновременно с ценами на акции, истинной причиной его падения является снижение краткосрочных процентных ставок. Не удивительно, что после стабилизации финансовых рынков в четвертом квартале 1987 года, когда краткосрочные процентные ставки были снова «отпущены» вверх, курс доллара также стабилизировался, а затем начал расти. На рисунке 6.13 показано одновременное укрепление доллара и рынка акций в течение 1988 и большей части 1989 года.

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ИЗМЕНЕНИЙ КУРСА ДОЛЛАРА, ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК И РЫНКА АКЦИЙ

Обычно развороты тенденций происходят в такой последовательности: доллар, облигации, акции. Первым поворачивает вверх доллар (в результате повышения процентных ставок). Через некоторое время рост курса доллара начинает толкать вниз процентные ставки, что вызывает подъем рынка облигаций. Вслед за облигациями устремляются вверх акции. Спустя некоторое время после начала падения процентных ставок (роста цен на облигации) курс доллара достигает пика. Последующее снижение курса доллара оказывает бычье давление на процентные ставки, и цены на облигации начинают падать. Рынок акций, как правило, поворачивает вниз после рынка облигаций.

Этот сценарий разворачивается на протяжении нескольких лет, а периоды опережения между пиками и впадинами на трех рынках часто составляют от нескольких месяцев до двух лет. Описанная последовательность событий позволяет понять, почему рынки облигаций и акций могут долго расти на фоне падения курса доллара. Тем не менее, ослабление доллара говорит о том, что начало понижения двух других секторов – это лишь вопрос времени. И, наоборот, рост курса доллара служит верным признаком предстоящего повышения рынков облигаций и акций.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ РЫНКАМИ ТОВАРОВ И АКЦИЙ

На рисунке 6.14 индекс CRB сравнивается с промышленным индексом Доу-Джонса в период с 1985 по третий квартал 1989 года. Из рисунка видно, что рынки акций и товаров иногда движутся в одном направлении, а иногда – в противоположных. Тем не менее данный пример (как и более долгосрочные исследования) позволяет сделать некоторые общие выводы об устойчивой последовательности изменений на этих рынках. Повышение индекса CRB *со временем* оказывает медвежье воздействие на рынок акций, а понижение индекса CRB – бычье. Рост цен на товары вкупе с повышением процентных ставок усиливает инфляционное давление на рынок акций, вызывая его снижение (обычно к концу фазы экономического подъема). Падение товарных цен (и процентных ставок) способствует повышению рынка акций (обычно к концу фазы экономического спада).

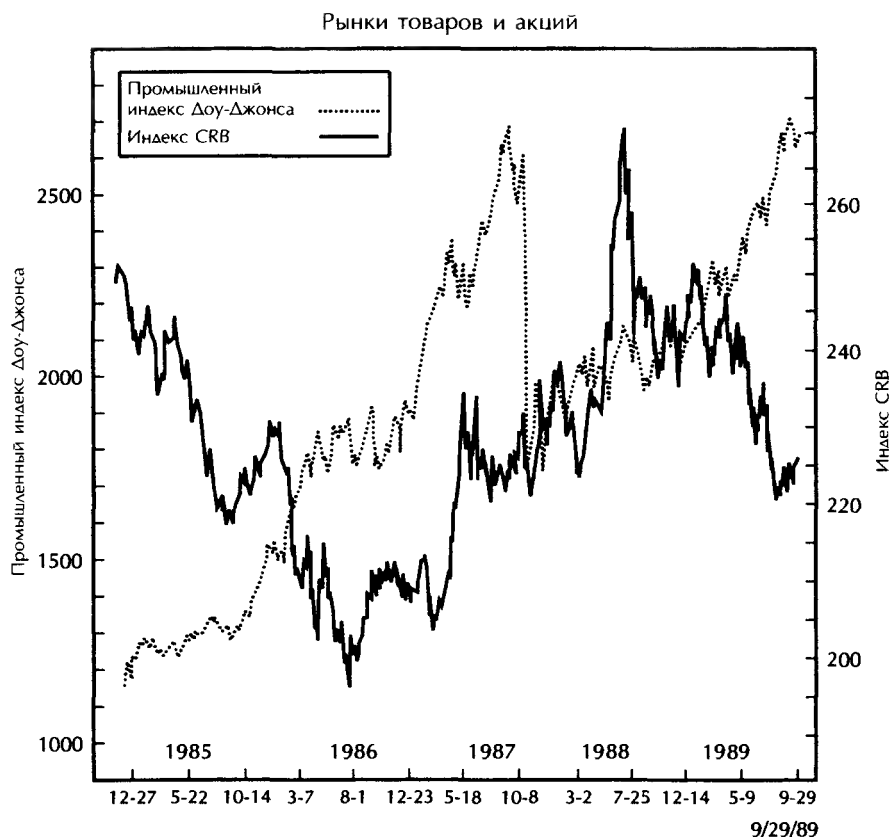
Как правило, развороты тенденций на указанных рынках происходят примерно в такой последовательности. Спустя некоторое время после пика на товарных

рынках рынок акций достигает основания. Однако какое-то время цены на товары и акции одновременно понижаются. Затем рынок акций начинает расти. В течение некоторого периода рынок акций повышается, а товарные рынки продолжают понижаться. Затем товарные цены достигают низшей точки и поворачивают вверх. Далее цены на товары и акции одновременно растут, после чего на рынке акций происходит медвежий разворот. Какое-то время рынок акций падает, а товарные рынки продолжают расти. Затем товарные цены достигают пика и поворачивают вниз. После этого весь цикл повторяется.

Таким образом, за вершиной на товарных рынках следует основание на рынке акций, а за ним – основание на товарных рынках; за образующейся далее вершиной на рынке акций следует вершина на товарных рынках, а за ней – основание на рынке акций. Конечно, это – лишь общее правило. Исключение из него наблюдалось в 1987–88 годах. Рынок акций достиг вершины в августе 1987 года, а товарные рынки – в июле 1988 года. Однако основание на рынке акций в четвертом квартале 1987 года опередило последний пик товарных цен, образовавшийся только летом следующего года. Подобный поворот событий нарушает обычную последовательность. Тем не менее можно утверждать, что хотя рынок акций и достиг низшей точки в конце 1987 года, интенсивное его повышение началось только после появления

РИСУНОК 6.14

Зависимость между рынками товаров и акций в 1985–89 годах. В отдельные периоды цены на товары и акции повышаются и понижаются одновременно, а иногда движутся в противоположных направлениях. Важно понимать последовательность изменений этих секторов.



признаков слабости на товарных рынках во второй половине 1988 года. Данный пример также говорит о том, что несмотря на устойчивую последовательность изменений рассматриваемых секторов, возможны исключения из этого правила.

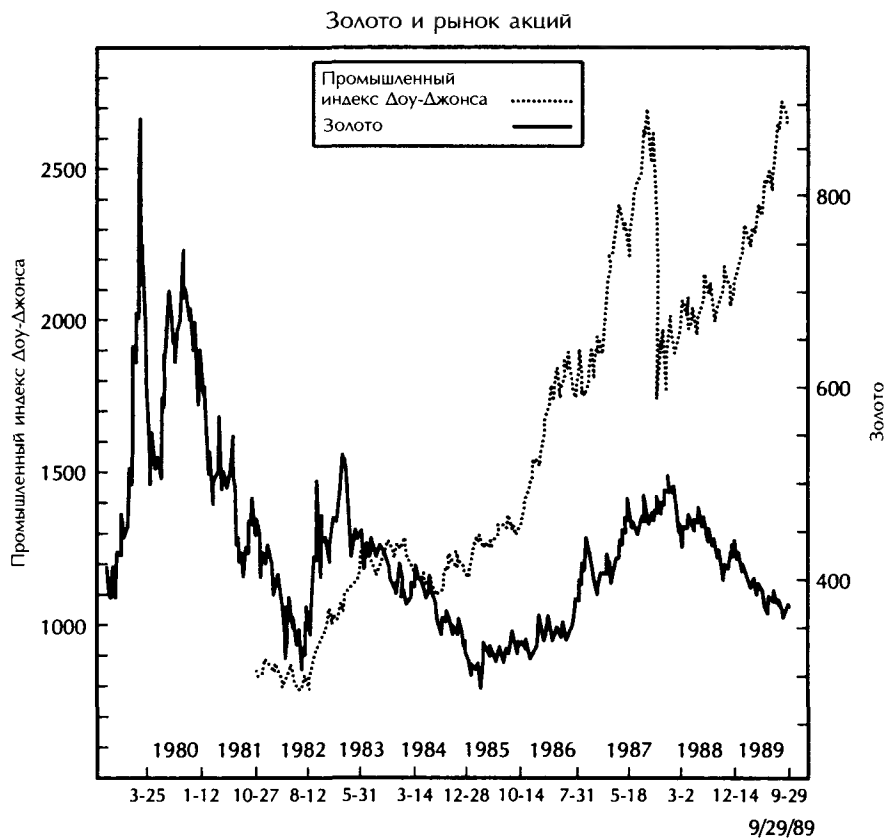
Понимание последовательности разворотов на рынках товаров и акций важно еще по одной причине: оно позволяет снять все недоразумения относительно их обратной зависимости. Обратная зависимость действительно существует, но она проявляется спустя достаточно длительное время. Оба сектора могут долго двигаться в одном направлении.

ЗОЛОТО И РЫНОК АКЦИЙ

Обычно при сравнении инвестиционной привлекательности товаров (материальных активов) и акций (финансовых активов) неизбежно заходит разговор о рынке золота. В системе межрыночных связей рынок золота играет ключевую роль. Золото считается надежным объектом вложения средств во времена политической и

РИСУНОК 6.15

Зависимость между рынками золота и акций в 1982—89 годах. Для рынка золота особенно благоприятны усиление инфляции и ослабление рынка акций. Золото является опережающим индикатором инфляции, а во времена финансовой и политической нестабильности – надежным объектом вложения средств. Инвесторы, работающие с акциями, предпочитают бумаги золотодобывающих компаний, если рынок в целом слаб.



финансовой нестабильности. Поэтому, когда над рынком акций сгущаются тучи, средства с него переводятся на рынок золота или в акции золотодобывающих компаний. В периоды высокой инфляции (например, в семидесятые годы) золото особенно привлекательно по сравнению с акциями, а в условиях снижения инфляции вложения в акции становятся более выгодными, чем в золото (например, в течение большей части восьмидесятых).

Важная роль рынка золота объясняется следующими обстоятельствами: он имеет сильную обратную связь с курсом доллара; его развороты опережают развороты товарных рынков в целом; в периоды нестабильности золото служит надежным объектом вложения средств. Роль золота как опережающего индикатора инфляции будет более подробно рассмотрена в одной из следующих глав. Пока мы сосредоточим внимание на достоинствах золота как объекта для инвестиций и в этом качестве сравним его с акциями. На рисунке 6.15 сопоставляется динамика цен на золото и акции с 1982 года. Для рынка золота справедливо многое из того, что говорилось в предыдущем разделе о взаимосвязи товарных рынков и рынка акций. В периоды снижения инфляции (в 1980—85 годах и с 1988 до середины 1989 года) вложения в акции приносят существенно больший доход, чем золото. В периоды роста инфляции (семидесятые годы, период с 1986 по конец 1987 года) золото становится ценным дополнением к инвестиционному портфелю, если не прямой альтернативой акциям.

С 1988 до середины 1989 года рынки золота и акций двигались в противоположных направлениях. Этому сопутствовало падение общего уровня товарных цен и рост курса доллара. Очевидно, что в этот период средства разумнее было вкладывать в акции, а не в золото. Однако резкий спад курса доллара в середине 1989 года предупредил о том, что положение может измениться. Если бы доллар продолжил падение, это не только выбило бы одну из бычьих опор рынка акций, но и поддержало бы рынок золота, который выигрывает от ослабления доллара.

ЗОЛОТО – КЛЮЧ К ПОНИМАНИЮ ВАЖНЕЙШИХ МЕЖРЫНОЧНЫХ СВЯЗЕЙ

Направление движения рынка золота в значительной степени определяет инфляционные ожидания, что обусловлено его сильной обратной связью с долларом. Пик курса доллара в 1985 году совпал с важным минимумом цен на золото. Декабрьский пик 1987 года на рынке золота совпал с важным минимумом курса доллара. Летнему пику курса доллара 1989 года соответствовал важный минимум цен на золото. Развороты рынка золота опережают развороты индекса CRB. В свою очередь между индексом CRB и рынком облигаций существует сильная обратная связь. А смена тенденций на рынке облигаций обычно происходит с опережением рынка акций. Поскольку рынок золота поворачивает вверх раньше индекса CRB, в течение некоторого периода возможен одновременный рост цен на золото, облигации и акции (1985—87).

Минимум цен на рынке золота (он обычно совпадает с важным максимумом курса доллара) свидетельствует о том, что инфляционное давление лишь начинает нарастать и со временем приведет к падению рынков облигаций и акций. Пик рынка золота (ему обычно соответствует минимум курса доллара) служит ранним признаком ослабления инфляционного давления и со временем вызывает рост рынков облигаций и акций. Однако в течение некоторого периода цены на золото, облигации и акции могут одновременно понижаться.

Из сказанного очевидно, насколько важна роль золота как *опережающего* индикатора инфляции. На ранних этапах восходящей тенденции на рынке золота газеты обычно полны прогнозов о ее неоправданности, поскольку цены на золото растут только в условиях инфляции, а пока ее уровень невысок. И, наоборот, когда

цены на золото достигают пика и поворачивают вниз (например, как в 1980 году), газеты уверяют, что цены на золото не должны падать ввиду устойчивого роста инфляции. Да не введут вас в заблуждение эти дилетантские прогнозы! *Рынок золота не реагирует на инфляцию, он ее превосходит*. Вот почему в январе 1980 года, когда уровень инфляции выражался двузначным числом, цены на золото достигли высшей точки и начали падать, предупредив о грядущей дезинфляции. По той же причине в 1985 году, за год до окончания периода дезинфляции начала восьмидесятых, цены на золото повернули вверх. Следующий раз, когда цены на золото начнут стремительно расти, а экономисты будут уверять, что инфляции на горизонте не видно, задумайтесь о страховании своих вложений от инфляции. А при появлении первых признаков ослабления рынка акций (особенно, если курс доллара падает) купите акции золотодобывающих компаний.

РАЗНИЦА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Инвестиционная привлекательность доллара по сравнению с другими валютами зависит в частности от размера процентных ставок в соответствующих странах. Иными словами, относительно высокие по сравнению с другими странами процентные ставки в США способствуют укреплению доллара, а снижение процентных ставок в США по сравнению со ставками в других странах приводит к ослаблению доллара. Из стран с низкими процентными ставками денежные потоки устремляются в страны с более высокими ставками. Поэтому очень важно отслеживать уровень процентных ставок в мировом масштабе.

Ужесточение в одностороннем порядке денежно-кредитной политики центральными банками стран – торговых партнеров США (как правило, с целью предотвращения внутренней инфляции) или ее либерализация в самих США способствует укреплению иностранных валют и приводит к падению курса доллара. Ужесточение в одностороннем порядке денежно-кредитной политики в США и либерализация ее в других странах укрепляет доллар. Поэтому центральные банки различных стран стремятся координировать денежно-кредитную политику таким образом, чтобы не допустить чрезмерных колебаний обменных курсов валют. Следовательно, при определении влияния на доллар процентных ставок в той или иной стране необходимо рассматривать не только направление их движения в этой стране, но и соотношение процентных ставок в США и в других странах.

РЕЗЮМЕ

В этой главе была продемонстрирована сильная связь между долларом и процентными ставками. Курс доллара оказывает существенное влияние на направление движения процентных ставок, а последнее с некоторой задержкой воздействует на направление движения курса доллара. Поэтому связь между долларом и процентными ставками носит циклический характер. Краткосрочные процентные ставки более непосредственно влияют на доллар, чем долгосрочные. Падение курса доллара со временем отрицательно сказывается на финансовых активах и создает благоприятные условия для материальных активов. Причиной падения курса доллара в условиях чрезвычайно слабого рынка акций является либерализация денежно-кредитной политики ФРС. Повышение товарных цен спустя некоторое время приводит к падению рынка акций, а понижение товарных цен обычно предшествует его быстрой развороту. Золото является опережающим индикатором инфляции и надежным объектом вложения средств в периоды экономической и финансовой нестабильности. Ниже приведена *нормальная* последовательность событий в рассматриваемых секторах.

- Повышение *процентных ставок* вызывает рост курса *доллара*.
- Цены на *золото* поворачивают вниз.
- *Индекс CRB* поворачивает вниз.
- *Процентные ставки* поворачивают вниз; рынок *облигаций* поворачивает вверх.
- Рынок *акций* поворачивает вверх.
- Снижение *процентных ставок* приводит к падению курса *доллара*.
- Цены на *золото* поворачивают вверх.
- *Индекс CRB* поворачивает вверх.
- *Процентные ставки* поворачивают вверх; рынок *облигаций* поворачивает вниз.
- Рынок *акций* поворачивает вниз.
- Повышение *процентных ставок* вызывает рост курса *доллара*.

Эта глава завершает прямое сравнение четырех рыночных секторов: валют, товаров, процентных ставок и фьючерсов на индексы акций. Наименее изученным является товарный сектор, роль которого часто недопонимается финансистами. Поскольку товарные рынки занимают важное место в системе межрыночных связей и являются опережающим индикатором инфляции, вся следующая глава будет посвящена подробному исследованию товарного сектора.

Индексы товарных рынков

Одним из ключевых аспектов межрыночных исследований, важность которого постоянно подчеркивалась в предшествующих главах, является включение в финансовое уравнение товарных цен. С этой целью в качестве представителя товарных рынков мы использовали индекс фьючерсных цен Бюро по исследованию товарных рынков (CRB). Этот индекс – один из наиболее популярных барометров общего уровня товарных цен, поэтому он и далее будет использоваться в нашем исследовании как главный инструмент анализа динамики товарных рынков. Чтобы понять, как работает индекс CRB, необходимо рассмотреть его состав. Хотя все рынки, входящие в индекс, имеют один и тот же вес, значимость каждого из них неодинакова. Мы рассмотрим влияние различных товарных рынков на индекс CRB и выясним, почему необходимо отслеживать каждый из них в отдельности.

Помимо наблюдения за отдельными товарными рынками, входящими в индекс CRB, полезно также учитывать групповые индексы фьючерсных цен, публикуемые Бюро по исследованию товарных рынков. Бегло просмотрев групповые индексы, аналитик может в любой момент определить наиболее сильные и слабые группы товарных рынков. Некоторые из этих фьючерсных групп оказывают более существенное воздействие на индекс CRB и заслуживают особого внимания. К их числу относятся группы энергоносителей и драгоценных металлов, определяющие общий уровень товарных цен и являющиеся общепризнанными барометрами инфляции. Мы покажем, что каждую группу можно рассматривать как единое целое, а не как набор отдельных рынков. Будет рассмотрена взаимосвязь между секторами энергоносителей и драгоценных металлов с целью установить, насколько изучение одного сектора позволяет определять перспективы развития другого. И, наконец, мы сопоставим динамику этих двух секторов с процентными ставками и попытаемся выявить наличие корреляции между ними.

Помимо индекса CRB существуют и другие товарные индексы, за которыми также следует вести наблюдение. Хотя большинство товарных индексов с широкой базой обычно движутся в одном направлении, в некоторых ситуациях их траектории начинают расходиться. Подобные расхождения товарных индексов служат важным предупреждением о возможных изменениях тенденций. Чтобы понять механизм расхождения, необходимо иметь представление о методах построения различных индексов.

Сначала мы сравним индекс *фьючерсных* цен CRB с индексом *спотовых* цен CRB. Аналитики часто путают эти два индекса. Разница между ними состоит в том, что индекс спотовых цен CRB строится на основе *спотовых* (наличных), а не *фьючерсных* цен, и промышленное сырье имеет в нем больший вес, чем в индексе фьючерсных цен. Индекс спотовых цен CRB подразделяется на два индекса: индекс

спотовых цен на *продукты питания* (Foodstuffs Index) и индекс спотовых цен на *промышленное сырье* (Raw Industrials Index). Индекс спотовых цен на промышленное сырье пользуется особой популярностью у составителей экономических прогнозов. Другой индекс, не менее популярный у экономистов, – это *индекс цен на промышленные материалы* *Journal of Commerce* (JOC Industrial Materials Price Index).

Не прекращающиеся споры о том, какой из товарных индексов лучше предсказывает инфляцию, сводятся к определению относительной значимости цен на *промышленное сырье* и цен на *продукты питания*. Экономисты склонны считать более точным барометром инфляции и состояния экономики цены на промышленное сырье. Однако для анализа финансовых рынков, как нам кажется, лучше подходит более сбалансированный индекс фьючерсных цен CRB, включающий как цены на продукты питания, так и на промышленное сырье. Не претендуя на полное и окончательное решение данного вопроса, попробуем внести в него некоторую ясность.

ТОВАРНЫЕ ЦЕНЫ, ИНФЛЯЦИЯ И ПОЛИТИКА ФРС

Инфляционное давление в конечном итоге находит отражение в индексе цен производства (Producer Price Index, PPI) и индексе потребительских цен (Consumer Price Index, CPI). Ниже будет показано, что наблюдение за тенденциями товарных рынков часто позволяет предсказать направление инфляции на несколько месяцев вперед. Основная задача Совета управляющих ФРС – поддержание стабильности цен, поэтому не удивительно, что для определения степени инфляционного давления на цены он пристально наблюдает за товарными индексами. В одном из следующих разделов мы более подробно рассмотрим важную роль, которую ФРС отводит товарным ценам как инструменту формирования денежно-кредитной политики.

КАК СТРОИТСЯ ИНДЕКС CRB

Выше много говорилось о важности индекса CRB, поэтому настало время показать, как он строится и какие рынки в наибольшей степени определяют его динамику. Индекс фьючерсных цен CRB был введен Бюро по исследованию товарных рынков в 1956 году. За последние тридцать лет индекс претерпел ряд изменений, и в настоящее время он включает в себя 21 активный товарный рынок. *Индекс CRB не содержит ни одного финансового фьючерсного рынка.* Это чисто товарный индекс. Расчет индекса CRB состоит из трех этапов:

1. Для каждого из 21 товарного рынка, входящего в индекс, определяется среднее *арифметическое* цен всех фьючерсных контрактов, срок которых истекает до конца *девятого* календарного месяца от текущей даты. Это означает, что индекс в зависимости от текущей даты охватывает 9 или 10 контрактных месяцев.
2. Находится среднее *геометрическое* всех полученных на первом этапе средних арифметических путем их перемножения и извлечения из произведения корня 21 степени.
3. Результат делится на 53,0615, то есть на аналогично рассчитанную среднюю цену 21 товара в базовом 1967 году. Затем полученное число умножается на поправочный коэффициент 0,94911. (Необходимость в таком коэффициенте появилась после того, как 20 июля 1987 года индекс стал рассчитываться не по 26 товарным рынкам за 12 месяцев, а по 21 рынку за 9 месяцев.) И, наконец, полученный результат умножается на 100 и представляется в процентах.

$$\text{Индекс CRB} = \frac{\text{текущее среднее геометрическое}}{\text{среднее геометрическое в 1967 г. (53,0615)}} \times 0,94911 \times 100.$$

Индекс CRB охватывает весь спектр товарных рынков, и по каждому из 21 входящего в его состав товара заключаются фьючерсные контракты. Ниже в алфавитном порядке перечислены все товары, составляющие индекс CRB.

Апельсиновый сок, золото (Нью-Йорк), какао, кофе, кукуруза, мазут (№ 2), медь, овес (Чикаго), пиломатериалы, платина, пшеница (Чикаго), сахар «11» (мировые цены), свиной ливер, свиньи, серебро (Нью-Йорк), скот (живой вес), соевая мука, соевое масло, соя, сырая нефть, хлопок.

Каждому из 21 рынка в приведенной выше формуле индекса CRB присваивается равный вес, то есть доля каждого рынка составляет $1/21$ (4,7%) от величины индекса. Однако это не означает, что все *группы* рынков также имеют равный вес. Удельный вес различных *групп* рынков в составе индекса CRB неодинаков. «Весовая» структура индекса CRB отражена в следующей классификация образующих его рыночных групп.

МЯСО:	скот, свиньи, свиной ливер (14,3%).
МЕТАЛЛЫ:	золото, платина, серебро (14,3%).
ИМПОРТИРУЕМЫЕ ТОВАРЫ:	какао, кофе, сахар (14,3%).
ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ:	сырая нефть, мазут (9,5%).
ЗЕРНОВЫЕ КУЛЬТУРЫ:	кукуруза, овес, пшеница, соя, соевая мука, соевое масло (28,6%).
ПРОМЫШЛЕННОЕ СЫРЬЕ:	медь, хлопок, пиломатериалы (14,3%).

Даже беглый взгляд на приведенную классификацию позволяет заметить два основных недостатка (по мнению некоторых аналитиков) индекса CRB: во-первых, более высокий удельный вес рынков *сельскохозяйственных* товаров (62%) по сравнению с рынками *непищевых* товаров (38%) и, во-вторых, очень высокий удельный вес *зернового* сектора (28,6%) по сравнению с другими группами товарных рынков. В связи со значительной долей сельскохозяйственных рынков в индексе CRB его надежность как опережающего индикатора инфляции иногда подвергается сомнению. Позднее мы вернемся к этому вопросу. Высокий удельный вес зерновых означает, что при анализе индекса CRB им следует уделять особое внимание. Это подводит нас к следующей проблеме: влиянию различных рынков и групп рынков на индекс CRB.

ИССЛЕДОВАНИЕ КОРРЕЛЯЦИЙ РАЗЛИЧНЫХ ГРУПП

Сравнение корреляций различных групп рынков с индексом CRB за период с 1984 по 1989 год показывает, что сильнее всего с индексом коррелируют рынки зерновых (84%). Сильную корреляцию с индексом обнаруживают также рынки промышленного сырья (67%)* и энергоносителей (60%). Слабую корреляцию с индексом проявляют рынки мясных (33%) и импортируемых (-4%) товаров. У группы металлов в целом наблюдается слабая корреляция с индексом CRB (15,98%). Однако более внимательный анализ данных за шесть лет показывает, что корреляция рынков металлов была достаточно сильной в течение четырех лет из шести. Например, положительная корреляция между рынками металлов и индексом CRB наблюдалась в 1984 (93%), 1987 (74%), 1988 (76%) годах и в первой половине 1989 года (89%). (Источник: «Справочник по фьючерсным контрактам на индекс CRB», Нью-йоркская фьючерсная биржа, 1989 год.)

Изучение корреляций с октября 1988 по октябрь 1989 года показало, что устойчивым лидером в этот период оставались рынки зерновых, и подтвердило результаты более долгосрочных исследований, изложенные в предыдущем абзаце. За

* Медь, пиломатериалы, платина, серебро, сырая нефть, хлопок.

12-месячный период с октября 1988 по октябрь 1989 года наиболее сильная корреляция с индексом CRB отмечалась у рынков соевого масла (93%), кукурузы (92,6%), сои (92,5%), соевой муки (91%) и овса (90%). Группа металлов также продемонстрировала сильную корреляцию с индексом CRB в этот период: серебро (86%), золото (77%), платина (75%). (Источник: Powers Associates, Jercey City, NJ.)

РЫНКИ ЗЕРНОВЫХ, МЕТАЛЛОВ И НЕФТЕПРОДУКТОВ

При анализе индекса CRB первоочередное внимание заслуживают три сектора: *зерновые, металлы и энергоносители*. Особое место рынков нефтепродуктов обусловлено их высокой корреляцией с индексом CRB и важной ролью нефти в международной торговле. В большинстве случаев высокая корреляция с индексом CRB отмечается и у группы металлов. Однако чрезвычайная значимость рынков металлов (особенно золота) для нашего анализа связана с тем, что они являются опережающими индикаторами индекса CRB (этот вопрос обсуждался в главе 5) и общепризнанными опережающими индикаторами инфляции. Устойчивая сильная корреляция с индексом CRB объясняет и особую роль рынков зерновых.

Большинство аналитиков, наблюдающих за индексом CRB, хорошо знают рынки нефтепродуктов и золота и регулярно их отслеживают. Однако динамика индекса CRB часто определяется скорее чикагскими рынками зерновых, чем нью-йоркскими рынками золота и нефти. Ярким примером такого влияния является засуха на среднем западе в 1988 году, когда рынки зерновых всецело определяли динамику индекса CRB почти всю весну и лето того года. Тщательный анализ индекса CRB предполагает наблюдение за каждым из 21 его компонента. И все же первостепенное внимание следует уделять рынкам *драгоценных металлов, энергоносителей и зерновых*.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ ФЬЮЧЕРСНЫХ ЦЕН CRB И ИНДЕКСОМ СПОТОВЫХ ЦЕН CRB

Результаты шестилетних исследований, упоминавшихся в разделе «Исследование корреляций различных групп» главы 7 (стр. 123), также содержат важные статистические данные, имеющие непосредственное отношение к нашей следующей теме – взаимосвязи индексов *фьючерсных* и *спотовых* цен CRB. Корреляция между этими индексами в течение шести лет, с 1984 по середину 1989 года, выражалась весьма внушительным числом – 87%. На протяжении четырех из указанных шести лет корреляция превышала 90%. Эти цифры подтверждают, что, несмотря на различия в составе, оба индекса CRB движутся преимущественно в одном направлении.

Выше уже подчеркивалась главенствующая роль индекса фьючерсных цен CRB в межрыночном анализе, однако для подтверждения его показаний следует привлекать и другие товарные индексы с широкой базой. Расхождение между товарными индексами обычно служит важным сигналом о возможной смене текущей тенденции. Некоторые товарные индексы иногда опережают индекс фьючерсных цен CRB, что также имеет большое прогностическое значение. Кроме того, в связи с изучением индекса спотовых цен CRB существует необходимость в более глубокой оценке относительной важности цен на промышленное сырье и их влияния на динамику индекса.

КАК СТРОИТСЯ ИНДЕКС СПОТОВЫХ ЦЕН CRB

Прежде всего, индекс спотовых цен CRB строится на основе не фьючерсных, а текущих (спотовых) цен. Во-вторых, в него включены некоторые товары, отсутствующие в индексе фьючерсных цен CRB. В-третьих, цены на промышленное сырье имеют

в нем больший вес. Ниже в алфавитном порядке перечислены 23 товара, составляющие индекс спотовых цен CRB:

Бычки, говяжий жир, джутовая ткань, какао, канифоль, каучук, кукуруза, медный лом, набивная ткань, олово, пшеница (Канзас Сити), пшеница (Миннеаполис), сахар, свинец, свиное сало, свиньи, сливочное масло, соевое масло, стальной лом, стриженная шерсть, хлопок, цинк, шкуры.

Индекс спотовых цен CRB включает 23 товара, в то время как индекс фьючерсных цен CRB – 21. В индексе фьючерсных цен отсутствуют следующие товары, входящие в индекс спотовых цен CRB: говяжий жир, джутовая ткань, канифоль, каучук, набивная ткань, олово, свинец, свиное сало, сливочное масло, стальной лом, стриженная шерсть, цинк, шкуры. Еще одно важное отличие состоит в удельном весе промышленного сырья. 13 из 23 товаров в индексе спотовых цен CRB – это промышленное сырье, доля которого в индексе составляет 56%. Это разительно контрастирует с 38%-ной долей промышленного сырья в индексе фьючерсных цен CRB. Расхождения, возникающие иногда между двумя индексами, объясняются в первую очередь разным удельным весом промышленного сырья. Чтобы понять, почему увеличение удельного веса цен на промышленное сырье оказывает существенное влияние на динамику индекса спотовых цен CRB, разобьем этот индекс на два подиндекса: спотовых цен на *промышленное сырье* и спотовых цен на *продукты питания*.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ЦЕНАМИ НА ПРОМЫШЛЕННОЕ СЫРЬЕ И ПРОДУКТЫ ПИТАНИЯ

Несмотря на различный состав, индексы фьючерсных и спотовых цен CRB обычно движутся в одном направлении. Для объяснения возникающих в отдельные периоды расхождений необходимо рассмотреть два компонента индекса спотовых цен CRB: индекс спотовых цен на *промышленное сырье* и индекс спотовых цен на *продукты питания*. Действительно, в этих секторах иногда возникают совершенно разные тенденции. Например, индекс спотовых цен на промышленное сырье достиг минимума и повернул вверх летом 1986 года, а индекс спотовых цен на продукты питания – только в первом квартале 1987 года. С другой стороны, пик спотовых цен на продукты питания появился в середине 1988 года, после чего индекс быстро падал в течение года. А индекс спотовых цен на промышленное сырье продолжал повышаться до конца первого квартала 1989 года. Если в середине 1986 года первым повернул вверх индекс спотовых цен на промышленное сырье, то в середине 1988 года первым повернул вниз индекс спотовых цен на продукты питания.

Сравнение динамики цен на промышленное сырье и продукты питания позволяет лучше понять, почему некоторые товарные индексы с широкой базой иногда ведут себя по-разному. В некоторых индексах преобладают цены на сырье, другие (например, индекс фьючерсных цен CRB) в большей степени ориентированы на рынки продуктов питания. Многие экономисты считают, что цены на промышленное сырье точнее отражают давление инфляции и общее состояние экономики, чем цены на продукты питания. Последние больше определяются такими факторами, как сельскохозяйственные субсидии, погодные условия и соображения политического характера. Правда, роль цен на продукты питания в инфляционной картине ни у кого не вызывает сомнения. Один из популярных товарных индексов решает эту проблему весьма радикально – он вообще не учитывает цены на продукты питания. Я имею в виду индекс Journal of Commerce (JOC), который с момента его создания в 1986 году приобрел немало сторонников среди экономистов и рыночных аналитиков, считающих его надежным индикатором «давления на товарные цены».

ИНДЕКС JOURNAL OF COMMERCE (JOC)

Этот индекс, основанный на ценах 18 промышленных материалов, был создан Центром по исследованию международных экономических циклов (CIBCR) при Колумбийском университете и ежедневно публикуется с 1986 года. Он включает следующие группы рынков: текстиль, металлы, нефтепродукты и смешанные товары. Компоненты этого индекса подбирались прежде всего на основе их способности превосходить направление инфляции. Все 18 товаров, составляющие индекс JOC, представлены ниже по группам.

МЕТАЛЛЫ:	алюминий, медный лом, свинец, стальной лом, олово, цинк.
ТЕКСТИЛЬ:	джутовая ткань, хлопок, полиэстер, набивная ткань
НЕФТЕПРОДУКТЫ:	сырая нефть, бензол.
СМЕШАННЫЕ ТОВАРЫ:	шкуры, каучук, говяжий жир, фанера, красный дуб, картонные коробки б/у.

Индекс JOC был рассчитан ретроспективно с использованием месячных данных до 1948 года, и, по утверждению создателей, показал устойчивые результаты как опережающий индикатор инфляции. Перспективы использования этого индекса для прогнозирования экономических циклов будут подробно рассмотрены в главе 13. Одним из возможных недостатков индекса JOC является полное исключение из его состава цен на продукты питания. Связанные с этим проблемы наглядно проявились в 1988 и 1989 годах, когда возникло значительное расхождение между ценами на продукты питания и промышленное сырье. В создавшейся неразберихе было сложно определить, какие товарные индексы точнее отражают инфляционную ситуацию.

ГРАФИЧЕСКОЕ СРАВНЕНИЕ РАЗЛИЧНЫХ ТОВАРНЫХ ИНДЕКСОВ

Ниже исследуется динамика различных товарных индексов за последние несколько лет. Представленные примеры также демонстрируют необходимость знания точного состава каждого индекса и опасность полного исключения такого важного показателя инфляции как цены на продукты питания. На рисунке 7.1 сравниваются индексы фьючерсных и спотовых цен CRB. Согласно историческим данным, оба индекса обычно движутся в одном направлении.

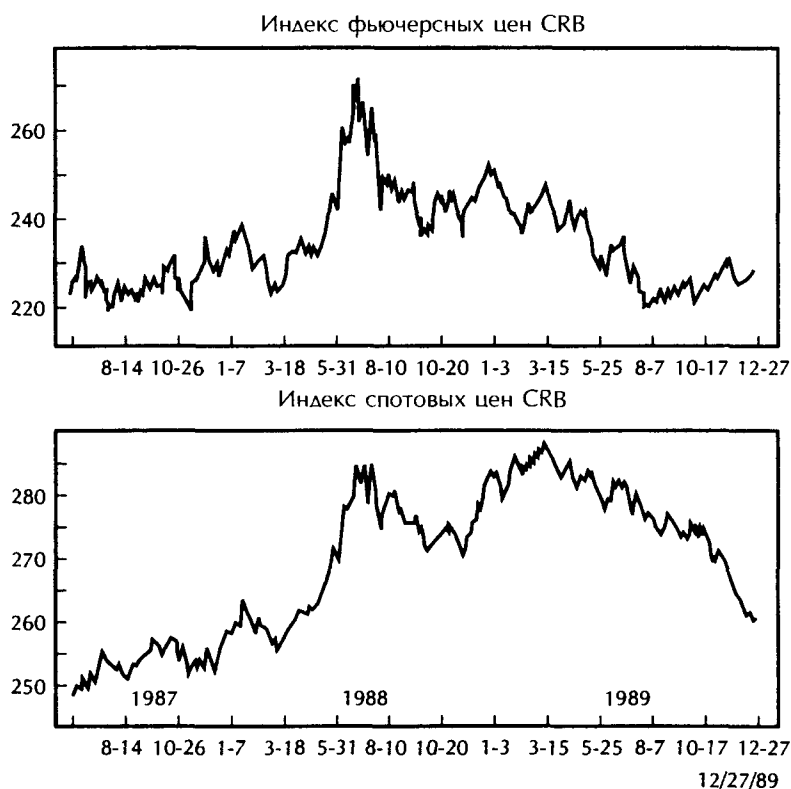
Индекс *фьючерсных* цен CRB достиг пика летом 1988 года в самом конце засухи, разразившейся на среднем западе. До августа следующего года он устойчиво снижался, и затем стабилизировался. Тем временем индекс *спотовых* цен CRB продолжал расти и повернул вниз только в марте 1989 года. С августа по конец 1989 года индекс фьючерсных цен CRB повышался, а индекс спотовых цен CRB стремительно падал. Очевидно, что движение индексов не было синхронным. Объяснением этому служит разное соотношение цен на продукты питания и промышленное сырье в составе индексов.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ЦЕНАМИ НА ПРОДУКТЫ ПИТАНИЯ И ПРОМЫШЛЕННОЕ СЫРЬЕ

На рисунке 7.2 представлена динамика индексов спотовых цен на продукты питания и промышленное сырье в 1985—89 годах. Входящие в эти два индекса 23 товара в совокупности образуют индекс спотовых цен CRB. Сравнение динамики цен на

РИСУНОК 7.1

Сравнение индекса *фьючерсных* цен CRB и индекса *спотовых* цен CRB в 1987—89 годах. Несмотря на традиционно сильную корреляцию, иногда между этими индексами возникают расхождения (например, в 1989 году). В индексе спотовых цен CRB больший удельный вес имеют цены на *промышленное сырье*, а в индексе фьючерсных цен CRB – цены на *сельскохозяйственные продукты*.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

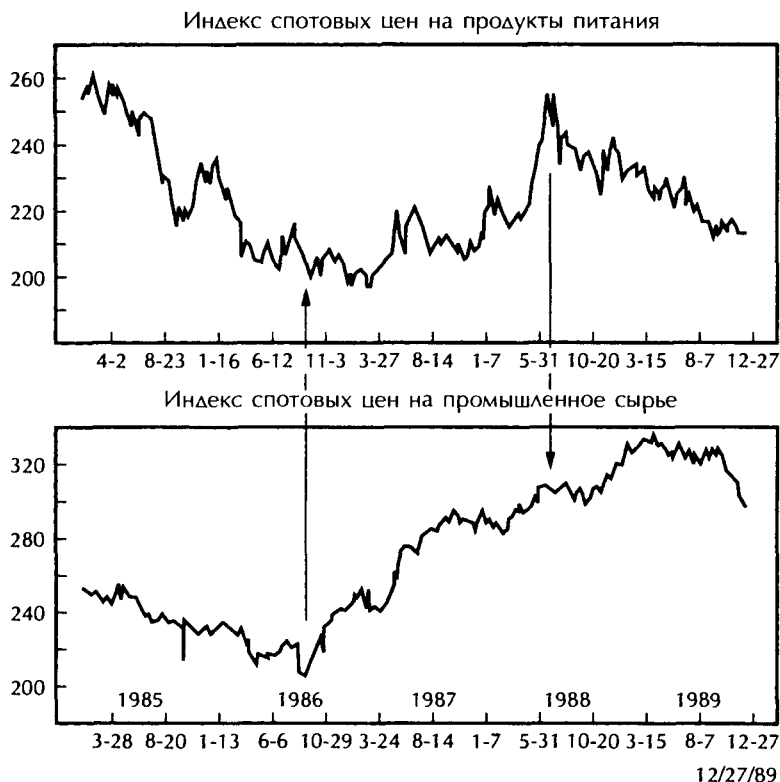
промышленное сырье и продукты питания позволяет объяснить загадочное резкое расхождение между индексами спотовых и фьючерсных цен CRB с конца 1988 по конец 1989 года. Оно также дает ответ на вопрос, почему показания индекса JOC, состоящего только из цен на промышленные материалы, так разительно отличались от показаний индекса фьючерсных цен CRB.

Летом 1986 года цены на промышленное сырье повернули вверх, на полгода опередив бычий разворот цен на продукты питания. Оба индекса одновременно повышались до середины 1988 года, когда индекс цен на продукты питания (и индекс фьючерсных цен CRB) достиг пика и начал снижение, продлившееся целый год. Индекс цен на промышленное сырье продолжал расти до весны 1989 года, а затем плавно пошел вниз. Таким образом, индекс цен на промышленное сырье первым достиг минимума в 1986 году, а индекс цен на продукты питания первым образовал пик в 1988 году.

Рисунок 7.3 объединяет сразу все четыре индекса. В верхней рамке сравниваются индексы *фьючерсных* и *спотовых* цен CRB, в нижней – индексы спотовых цен на промышленное сырье и продукты питания. Обратите внимание, что *индекс фьючерсных цен CRB сильнее коррелирует с индексом спотовых цен на продукты питания*, а на индекс спотовых цен CRB большее влияние оказывает индекс спотовых

РИСУНОК 7.2

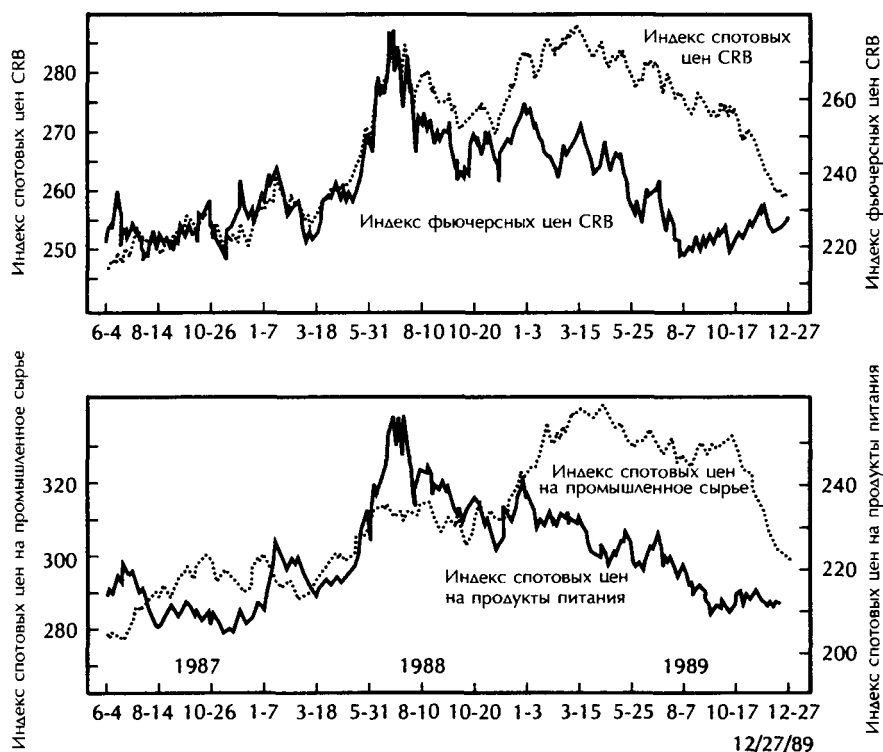
Зависимость между индексами спотовых цен CRB на продукты питания и промышленное сырье в 1985—89 годах. В 1986 году первыми повернули вверх цены на промышленное сырье, а в 1988 году первыми достигли пика цены на продукты питания. При прогнозировании направления инфляции важно учитывать оба индекса.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 7.3

Сравнение индексов спотовых и фьючерсных цен CRB (верхняя рамка) с индексами спотовых цен на промышленное сырье и продукты питания (нижняя рамка). Индекс фьючерсных цен CRB сильнее коррелирует с индексом спотовых цен на продукты питания, а индекс спотовых цен CRB – с индексом спотовых цен на промышленное сырье. Индекс спотовых цен CRB подразделяется на индексы спотовых цен на промышленное сырье и продукты питания.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

цен на промышленное сырье. Значительные расхождения между индексами *фьючерсных* и *спотовых* цен CRB легко объяснить, если учитывать соотношение удельного веса цен на промышленное сырье и продукты питания в этих индексах и отслеживать динамику двух подиндексов спотовых цен.

ИНДЕКС ЈОС И ИНДЕКС ЦЕН НА ПРОМЫШЛЕННОЕ СЫРЬЕ

На рисунке 7.4 отчетливо прослеживается сильная корреляция между индексом спотовых цен на промышленное сырье и индексом Journal of Commerce. Это и не удивительно, поскольку оба индекса включают в себя только цены на промышленные материалы. (Одно из существенных различий между этими индексами состоит в том, что удельный вес цен на нефтепродукты в индексе ЈОС составляет 7,1%, а индекс спотовых цен на промышленное сырье вообще не включает нефтепродуктов. В отличие от них, в индексе *фьючерсных* цен CRB доля энергоносителей равна 9,5%). Обратите внимание, как точно совпадает динамика обоих промышленных индексов. В середине 1986 года они одновременно повернули вверх, а в 1989 году – достигли пика. Последний максимум индекса ЈОС в конце 1989 года не был подтвержден

индексом цен на промышленное сырье, что стало ранним предупреждением о возможном изменении восходящей тенденции индекса JOC. Этот пример еще раз доказывает необходимость внимательного наблюдения за всеми, а не одним или двумя товарными индексами. Теперь, уяснив важные различия между ценами на промышленное сырье и продукты питания, перейдем к сравнению *индекса фьючерсах цен CRB* с индексом *Journal of Commerce*.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ ФЬЮЧЕРСНЫХ ЦЕН CRB И ИНДЕКСОМ JOC

На рисунках 7.5 и 7.6 сравнивается динамика этих товарных индексов сначала за более длительный (1985—89), а затем за более короткий промежуток времени (с середины 1988 по конец 1989 года). Не удивительно, что в 1986 году, когда рост цен на промышленное сырье опережал рост товарных рынков в целом, индекс JOC повышался быстрее индекса CRB. Рост более сбалансированного индекса CRB ускорился только весной следующего года. В данном случае индекс JOC оказался сильнее и подал надежный опережающий сигнал надвигающейся инфляции.

РИСУНОК 7.4

Сравнение индекса спотовых цен CRB на промышленное сырье с индексом Journal of Commerce (JOC). Между индексами имеется очень сильная корреляция, поскольку оба включают только цены на промышленное сырье.



С середины 1988 года взаимосвязь двух индексов становится менее однозначной. Индекс CRB достиг максимума летом 1988 года, чему во многом способствовал важный ценовой пик на рынках зерновых. Фьючерсные цены затем падали до следующего августа, когда появились признаки некоторой стабилизации. Тем временем индекс JOC продолжал расти, устанавливая новые максимумы, до осени 1989 года. На рисунке 7.6 более подробно показана динамика индексов в 1989 году. Большую часть этого года индексы CRB и JOC двигались в противоположных направлениях. В течение первой половины 1989 года повышение индекса JOC сопровождалось снижением индекса CRB. А к тому моменту, когда индекс JOC повернул вниз в октябре 1989 года, индекс CRB уже начал повышаться.

В этот период индексы давали абсолютно противоположные прогнозы о направлении инфляции. Индекс JOC предсказывал рост инфляции в течение почти всего 1989 года, а, согласно показаниям индекса CRB, пик инфляции уже был пройден в 1988 году. Динамика индекса JOC в последние месяцы 1989 года недвусмысленно указывала на дальнейшее снижение инфляции, а повышение индекса CRB предсказывало рост инфляционного давления. Как же быть межрыночному анализику в подобной ситуации?

РИСУНОК 7.5

Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и индексом Journal of Commerce (JOC) в 1985—89 годах. Поскольку индекс фьючерсных цен CRB включает цены на продукты питания, а индекс JOC — только цены на промышленное сырье, между ними часто возникают расхождения. Несмотря на это, для всестороннего анализа динамики товарных рынков необходимо учитывать оба индекса.

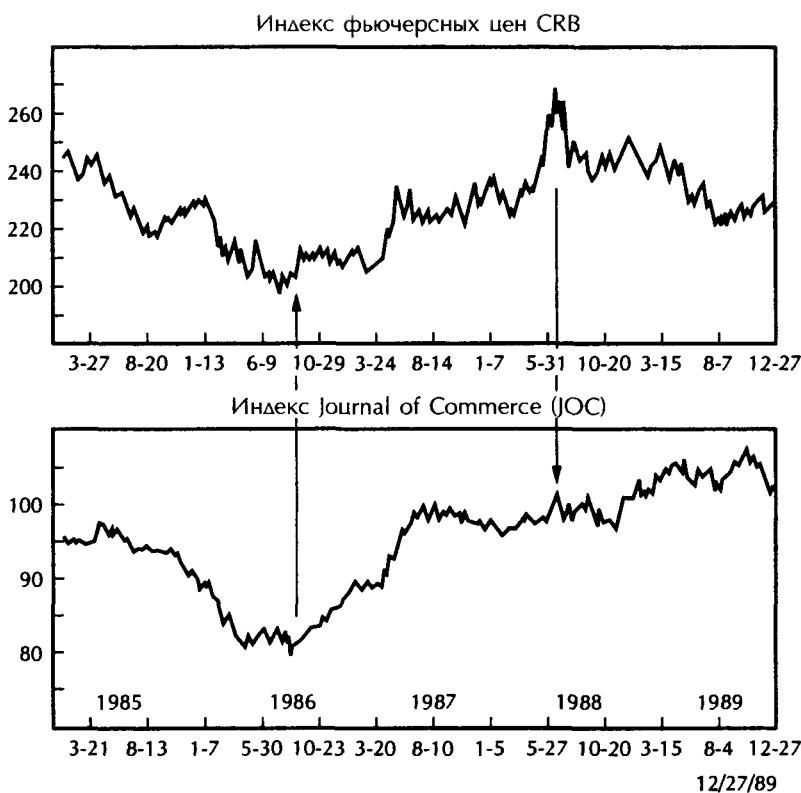
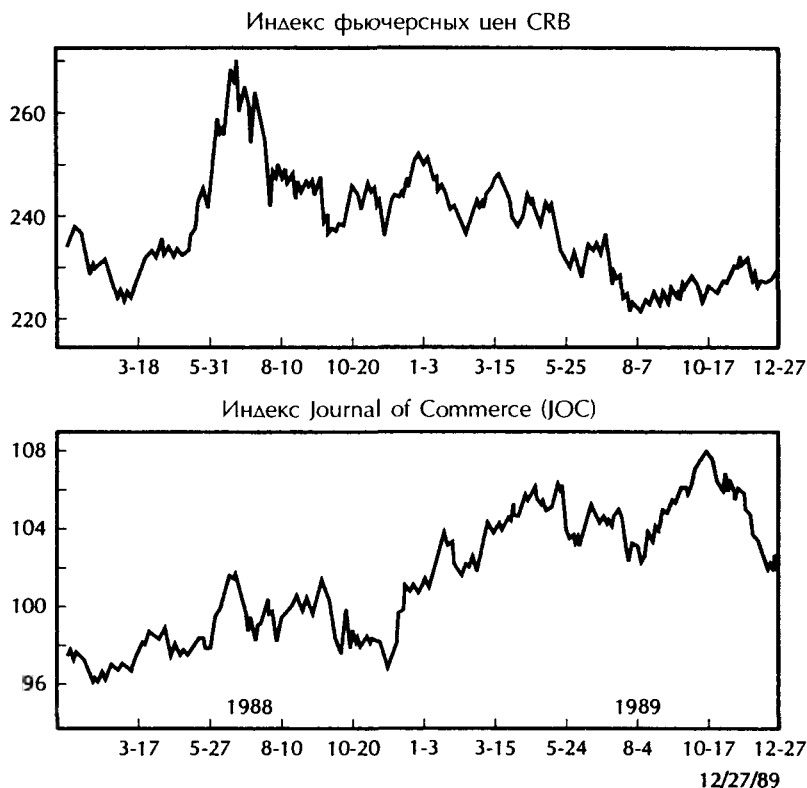


РИСУНОК 7.6

Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и индексом Journal of Commerce (JOC) в 1988—89 годах. Вследствие разного состава этих индексов большую часть 1989 года они двигались в противоположных направлениях.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Прежде всего следует помнить, что основная задача межрыночных исследований – выработка правильной торговой тактики, а не анализ экономической ситуации. Вопрос состоит в том, какой из этих двух товарных индексов лучше вписывается в систему межрыночных отношений и более тесно связан с финансовыми рынками. Для ответа на этот вопрос обратимся к основополагающему элементу межрыночных отношений – зависимости между товарными рынками и процентными ставками. В предыдущих главах мы установили, что между товарными ценами и процентными ставками существует сильная положительная корреляция. Чтобы выяснить, какой индекс лучше подходит для межрыночного анализа в качестве представителя товарного сектора, нужно каждый из них сравнить с динамикой процентных ставок.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ПРОЦЕНТНЫМИ СТАВКАМИ И ТОВАРНЫМИ ИНДЕКСАМИ

На рисунке 7.7 сравниваются доходность 30-летних казначейских облигаций и индекс CRB. В главе 3 уже рассматривался похожий пример, демонстрирующий тесную связь между двумя показателями. Хотя полного соответствия графиков здесь не

наблюдается, сильная положительная корреляция между доходностью облигаций и индексом CRB не вызывает сомнений. В 1986—87 годах оба показателя образовали модели основания «голова и плечи». За исключением резкого всплеска процентных ставок осенью 1987 года, пики и впадины на графике доходности облигаций поразительно точно совпадали с пиками и впадинами на графике индекса CRB. Важный пик доходности облигаций в середине 1988 образовался почти одновременно с долгосрочным пиком индекса CRB. Затем оба показателя падали до августа 1989 года. В конце 1989 года повышение индекса CRB начало оказывать бычье давление на доходность облигаций.

Из рисунка 7.8 видно, что синхронность движения процентных ставок и индекса JOC была полностью нарушена с середины 1988 по конец 1989 года. В этот период доходность облигаций падала в виду ослабления инфляционных ожиданий, а индекс JOC продолжал устанавливать новые максимумы. Таким образом, судя по показаниям индекса JOC, следовало ожидать усиления инфляции и дальнейшего экономического роста, а снижение доходности облигаций свидетельствовало как раз об обратном.

На рисунке 7.9 сравниваются все три показателя. Вверху представлены графики индекса CRB и индекса JOC с осени 1988 по конец 1989 года, а внизу — график доходности 30-летних казначейских облигаций за тот же период. Этот пример на-

РИСУНОК 7.7

Зависимость между индексом CRB и доходностью казначейских облигаций в 1985—89 годах. На рисунке отчетливо видна сильная корреляция между этими показателями. Во второй половине 1988 и почти весь 1989 год процентные ставки и индекс CRB вместе падали.

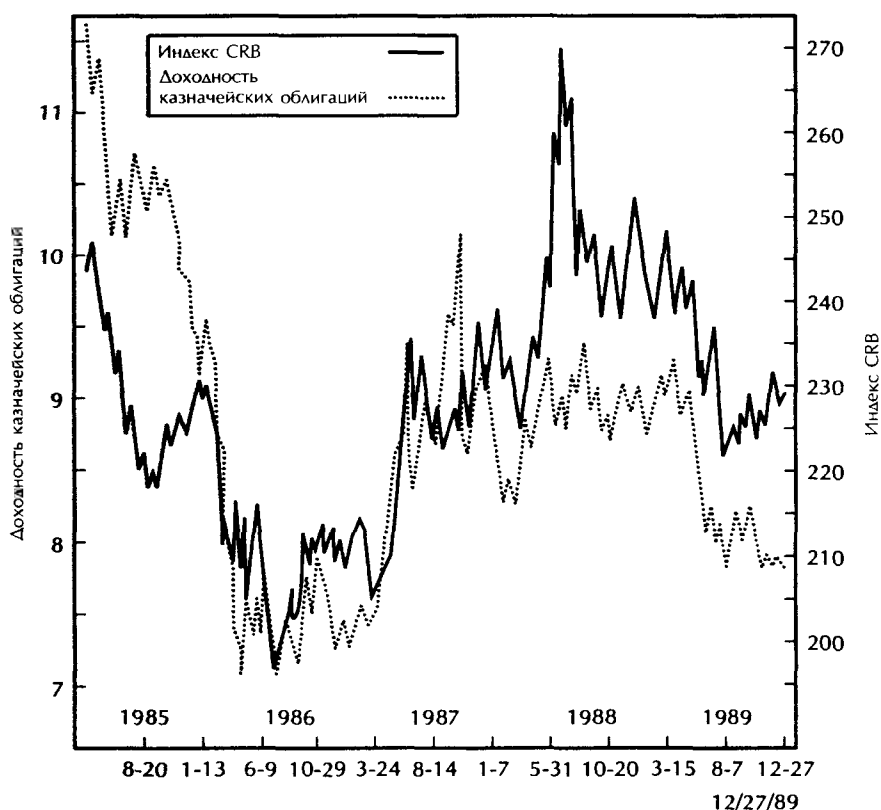
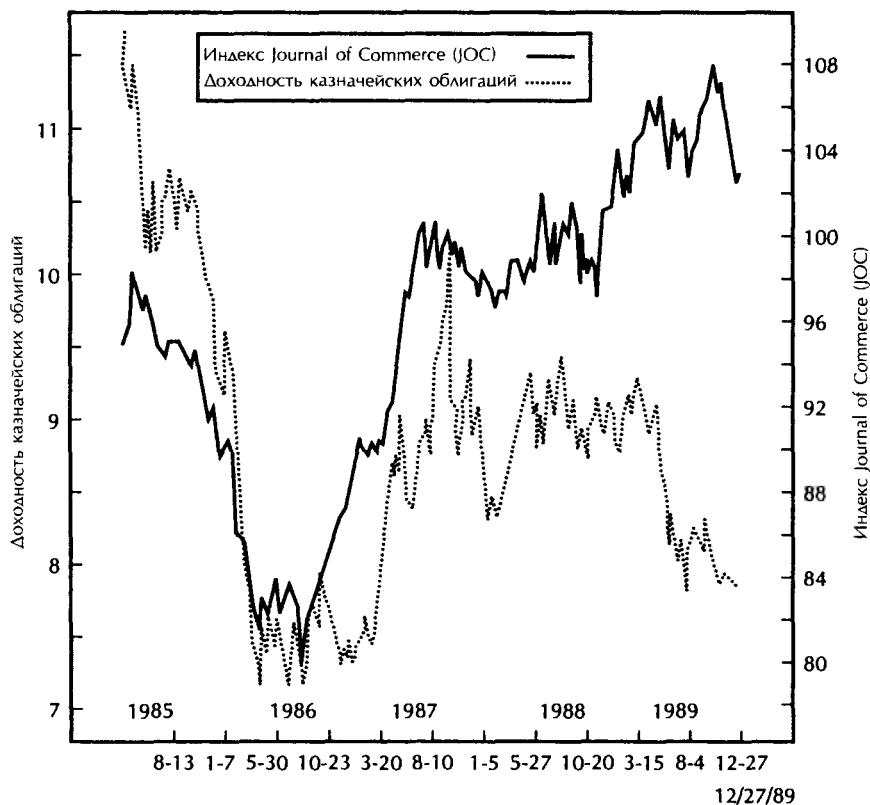


РИСУНОК 7.8

Индекс Journal of Commerce (JOC) и доходность казначейских облигаций в 1985—89 годах. До 1989 года между этими показателями наблюдалась сильная корреляция. В 1989 году доходность облигаций стремительно падала, а индекс JOC продолжал устанавливать новые максимумы.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

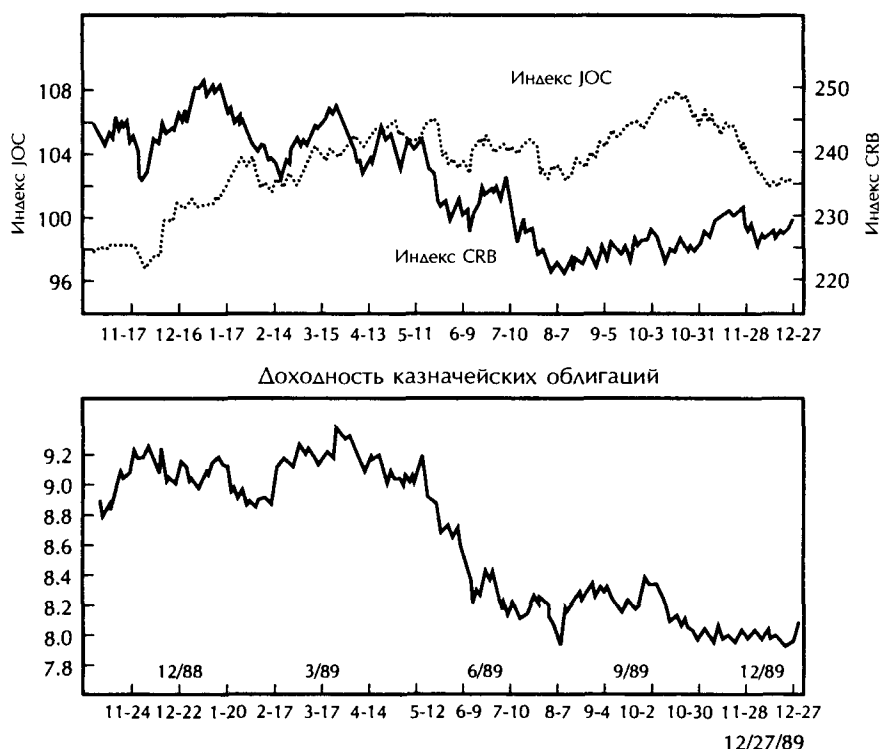
глядно демонстрирует наличие более сильной корреляции между доходностью облигаций и индексом CRB. Большую часть 1989 года доходность облигаций и индекс JOC двигались в противоположных направлениях. В первой половине года доходность облигаций падала, а индекс JOC продолжал устанавливать новые максимумы. В конце года на графике доходности облигаций появляются признаки повышения, а индекс JOC падает. Использование индекса JOC для анализа межрыночных взаимосвязей в рассматриваемый период вряд ли увенчалось бы успехом. Напротив, в тот же промежуток времени между индексом CRB и доходностью облигаций сохранялась сильная и устойчивая связь.

ИНДЕКС CRB – БОЛЕЕ СБАЛАНСИРОВАННАЯ КАРТИНА

На протяжении всего 1989 года инфляционное давление ослабевало. Во второй половине года величина инфляции на уровне цен производства колебалась около 1%, в то время как в первой половине года она превышала 9%. Судя по индексу спотовых цен на продукты питания, данное снижение инфляции проявилось прежде всего на рынках продуктов питания и не затронуло рынки промышленного сырья.

РИСУНОК 7.9

Сравнение доходности казначейских облигаций (нижняя рамка) с индексом фьючерсных цен CRB и индексом Journal of Commerce (верхняя рамка) в 1989 году. Очевидно, что в течение 1989 года доходность казначейских облигаций сильнее коррелировала с индексом CRB, чем с индексом JOC.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

В начале четвертого квартала 1989 года цены на продукты начали стабилизироваться, а на оптовом уровне даже произошел сильнейший за два года рост продовольственных цен. Этот инфляционный скачок цен на продукты питания совпал с началом снижения цен на промышленное сырье.

Многие из графиков, представленных в этой главе, наглядно доказывают необходимость учета рынков сельскохозяйственной продукции при анализе инфляционных процессов. Как всегда, последнее слово остается за самими рынками. Практика показывает, что финансовые рынки, и в особенности рынок облигаций, теснее связаны с динамикой более сбалансированного индекса CRB, чем с индексом JOC, включающими только цены на промышленное сырье. А это имеет для нас принципиальное значение. Остальные индексы также важны, и их необходимо изучать, чтобы иметь всестороннее представление о динамике товарных рынков. Тем не менее для межрыночного анализа я предпочитаю использовать прежде всего индекс фьючерсных цен CRB.

ГРУППОВЫЕ ИНДЕКСЫ ФЬЮЧЕРСНЫХ ЦЕН CRB

Чтобы понять индекс фьючерсных цен CRB «изнутри», нужно также рассмотреть групповые индексы фьючерсных цен CRB, публикуемые Бюро по исследованию то-

варных рынков. Наблюдение за ними позволяет быстро определить, какие группы товарных рынков оказывают наиболее значительное влияние на текущую динамику индекса CRB. Выделяется семь товарных подиндексов:

ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ:	сырая нефть, мазут, неэтилированный бензин.
ЗЕРНОВЫЕ КУЛЬТУРЫ:	кукуруза, овес (Чикаго), соевая мука, пшеница (Чикаго).
ИМПОРТИРУЕМЫЕ ТОВАРЫ:	какао, кофе, сахар «11».
ПРОМЫШЛЕННОЕ СЫРЬЕ:	хлопок, медь, сырая нефть, пиломатериалы, платина, серебро.
РАСТИТЕЛЬНОЕ МАСЛО:	льняное, соевое, рапсовое.
МЯСО:	скот (живой вес), свиньи, свиной ливер.
МЕТАЛЛЫ:	золото, платина, серебро.

Все перечисленные товары, кроме неэтилированного бензина, льняного и рапсового масла, включены в индекс фьючерсных цен CRB. Обратите внимание, что некоторые товары (сырая нефть, платина, серебро) одновременно входят в два групповых индекса. Бюро по исследованию товарных рынков публикует также два групповых индекса для финансовых фьючерсов – на валюты и процентные ставки. Они включают:

ВАЛЮТНЫЙ ИНДЕКС:	британский фунт, канадский доллар, немецкую марку, японскую иену, швейцарский франк.
ИНДЕКС ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК:	казначейские векселя, казначейские облигации, казначейские ноты.

Главная ценность этих девяти групповых фьючерсных индексов состоит в том, что они позволяют изучать динамику *групп* рынков, а не каждого рынка в отдельности. Иногда в течение некоторого периода в группе доминирует какой-то один рынок (например, платина – в секторе металлов или мазут – в секторе энергоносителей). Однако о наличии серьезной ценовой тенденции можно говорить только в том случае, если динамика одного или двух отдельных рынков подтверждается динамикой группового индекса. Анализ групповых индексов также облегчает оперативное сравнение всех девяти секторов, включая товарные и финансовые группы. Добавьте сюда любой из распространенных индексов рынка акций, и перед вами предстанет весь финансовый спектр рынков валют, товаров, процентных ставок и акций, что значительно упростит межрыночные сравнения.

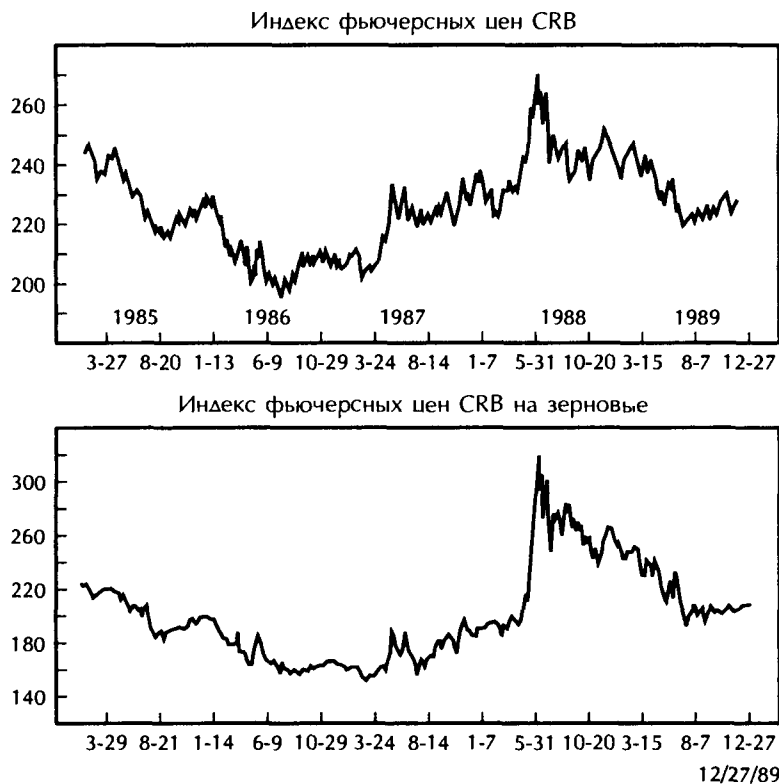
ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ CRB И ГРУППОВЫМИ ИНДЕКСАМИ ЗЕРНОВЫХ, МЕТАЛЛОВ И ЭНЕРГОНОСИТЕЛЕЙ

В начале главы уже упоминалось о том, что главенствующее положение в товарном секторе занимают рынки *зерновых, металлов и энергоносителей*. Эти группы оказывают наиболее устойчивое воздействие на индекс CRB, хотя иногда заметную роль могут играть и другие рынки. На рисунках 7.10–7.12 индекс CRB сравнивается с тремя упомянутыми групповыми индексами за пятилетний период с 1985 по 1989 год включительно. На рисунке 7.10, в частности, видно, что последнее повышение индекса CRB было вызвано резким подъемом цен на рынках зерновых весной и летом 1989 года.

Из рисунка 7.11 следует, что бычий разворот рынка нефти в 1986 году стал одной из главных причин повышения общего уровня товарных цен, продлившегося два года. Падение рынка нефти в первой половине 1988 года предупредило о том, что повышение индекса CRB имеет под собой довольно шаткие основания.

РИСУНОК 7.10

Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и индексом фьючерсных цен CRB на зерновые в 1985—89 годах. Традиционно между рынками зерновых и индексом CRB существует сильная корреляция. Пик индекса CRB 1988 года был вызван в первую очередь резким повышением цен на зерновые.



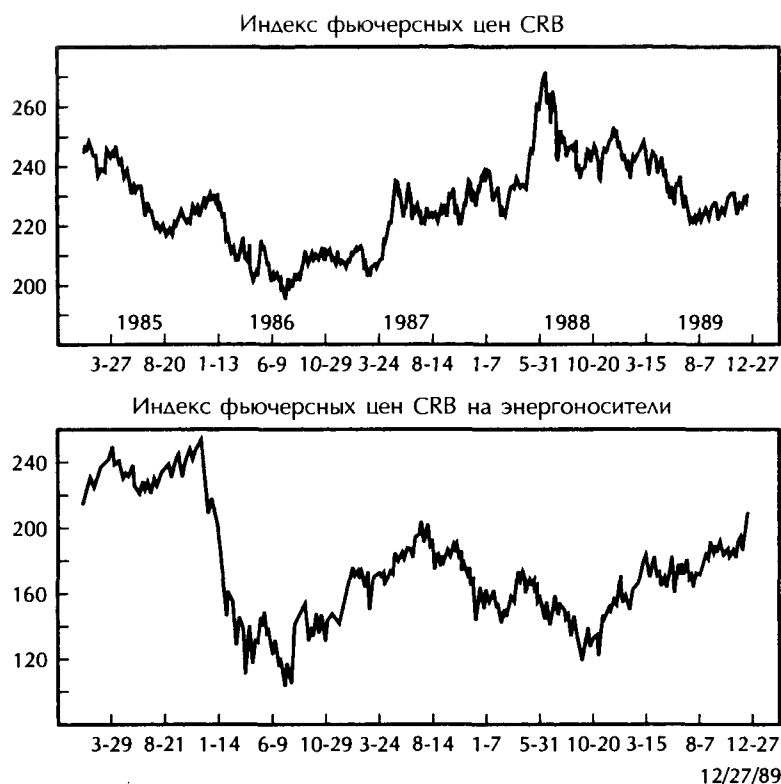
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Рост цен на нефть во второй половине 1989 года свидетельствовал об усилении инфляционного давления на сектор энергоносителей, которое привело к повышению индекса CRB в последнем квартале того же года.

Рисунок 7.12 наглядно демонстрирует, что динамика индекса драгоценных металлов опережает динамику индекса CRB. Так, одной из причин бычьего прорыва индекса CRB стал быстрый подъем рынка металлов весной 1987 года (вызванный повышением цен на нефть). Падение цен на металлы (и нефть) в первой половине 1987 года также предупредило об отсутствии серьезных оснований для повышения индекса CRB. Стабилизация сектора металлов летом 1989 года (отчасти вызванная укреплением рынка нефти) и последующее повышение цен на драгоценные металлы в октябре—ноябре 1989 года во многом определили бычий разворот индекса CRB во второй половине 1989 года. Таким образом, для полного понимания динамики индекса CRB необходимо отслеживать все групповые индексы фьючерсных цен. Но особое внимание следует уделять рынкам зерновых, энергоносителей и металлов.

РИСУНОК 7.11

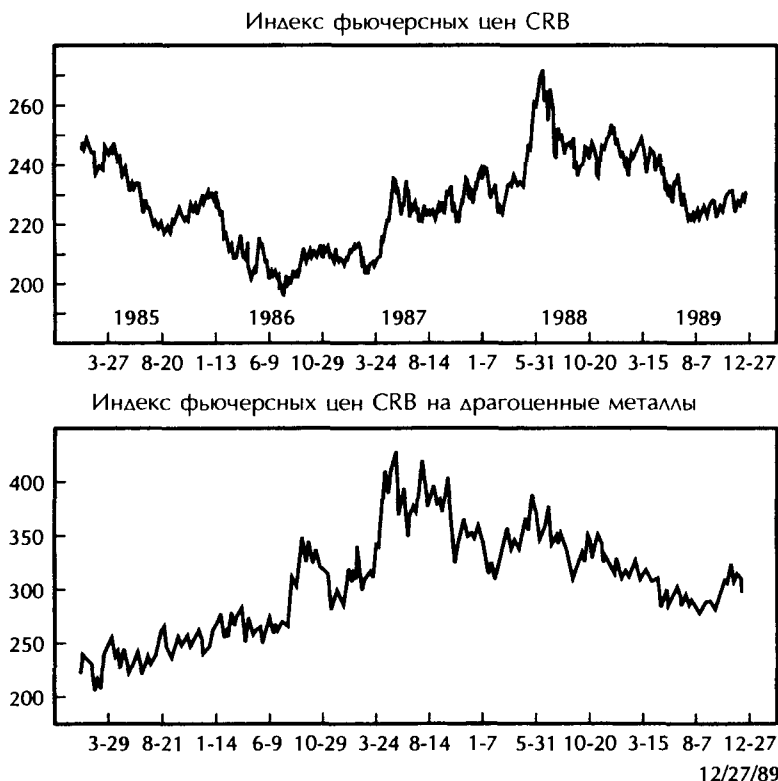
Зависимость между индексом CRB и индексом фьючерсных цен CRB на энергоносители в 1985—89 годах. Рынки энергоносителей также оказывают сильное влияние на индекс CRB и поэтому заслуживают особого внимания. Бычий разворот индекса CRB в 1986 году был вызван в первую очередь аналогичным разворотом цен на нефть.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

РИСУНОК 7.12

Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и индексом фьючерсных цен CRB на драгоценные металлы в 1985—89 годах. Группа драгметаллов также существенно влияет на направление движения индекса CRB. Рынки металлов, как правило, опережают индекс CRB. Отсутствие бычьего подтверждения на рынках металлов в 1988 году предупредило о скором окончании восходящей тенденции индекса CRB. Рост цен на металлы в конце 1989 года стал одним из факторов, способствовавших повышению индекса CRB.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

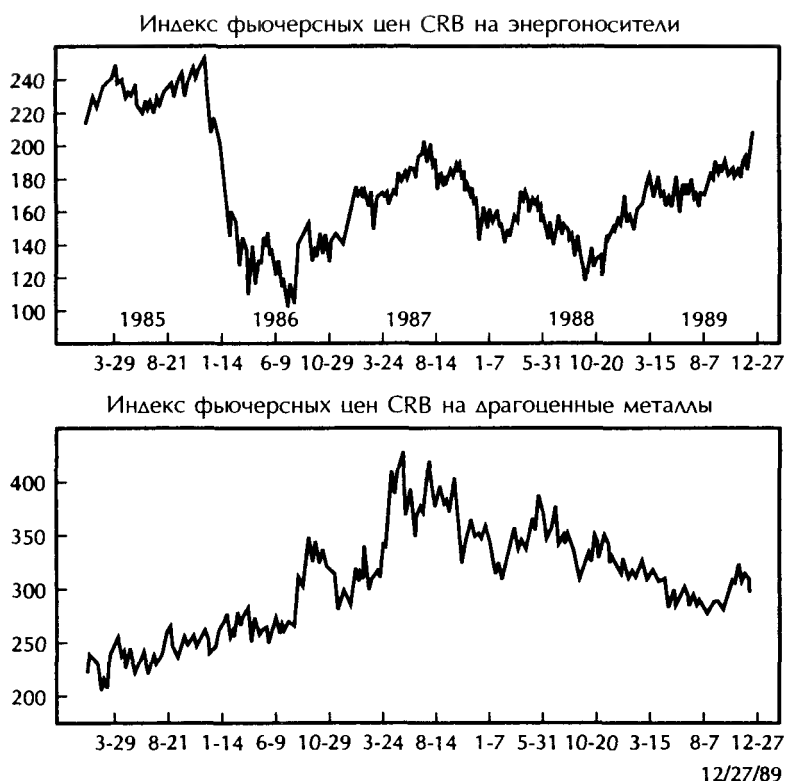
ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ РЫНКАМИ ЭНЕРГОНОСИТЕЛЕЙ И МЕТАЛЛОВ

Мы уже говорили о взаимозависимости рынков энергоносителей и драгоценных металлов. Хотя корреляция между ними далеко не идеальна, полезно следить за динамикой обоих секторов. Поскольку и тот, и другой являются опережающими индикаторами инфляции, вполне закономерно, что важные изменения в динамике одного сектора со временем сказываются на другом. Рисунок 7.13 позволяет сравнить индексы фьючерсных цен CRB на энергоносители и драгоценные металлы в период с 1985 по конец 1989 года. Очевидно, что эти группы рынков не всегда движутся в одном направлении, но их влияние друг на друга также не вызывает сомнений. Хотя цены на металлы и росли с переменным успехом до середины 1986 года, их подлинный взлет начался только летом этого года, когда после обвального падения повернули вверх цены на нефть.

Во второй половине 1987 и большую часть 1988 года оба сектора понижались, хотя пик 1987 года появился раньше на рынках драгоценных металлов. Цены на нефть росли в течение почти всего 1989 года, но инфляционные последствия этого роста начали сказываться на рынках драгоценных металлов лишь во второй половине

РИСУНОК 7.13

Зависимость между индексами фьючерсных цен CRB на энергоносители и драгоценные металлы в 1985—89 годах. Поскольку обе группы товарных рынков являются опережающими индикаторами инфляции, они обычно влияют друг на друга. Бычий разворот рынка нефти способствовал активизации роста цен на металлы в 1986 году. В середине 1987 года цены на энергоносители и металлы достигли пика. Оба сектора повышались вместе в последние месяцы 1989 года.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

1989 года, когда подъем рынка нефти набрал силу. Ну и, естественно, последующее одновременное повышение этих двух секторов не могло не оказать значительное воздействие на индекс CRB. Из всего вышесказанного следует, что трейдерам на рынке металлов необходимо внимательно следить за ценами на нефть, и наоборот.

РОЛЬ РЫНКОВ ЗОЛОТА И НЕФТИ В СИСТЕМЕ МЕЖРЫНОЧНЫХ СВЯЗЕЙ

В отдельные периоды фьючерсные рынки золота и нефти – вместе или по отдельности – начинают доминировать в системе межрыночных связей. Отчасти это объясняется тем вниманием, которое уделяется обоим рынкам в финансовых кругах. О цене на золото постоянно информируют многие источники деловой информации, она привлекает пристальное внимание инвесторов. В течение коротких периодов времени каждый из этих рынков по отдельности способен влиять на цену облигаций, но влияние рынка нефти является более заметным.

Осенью 1989 года стремительное повышение цен на золото (отчасти вызванное снижением курса доллара и слабостью рынка акций) вновь усилило инфляционные ожидания среди участников финансовых рынков и остановило рост цен на

облигации. Необычно холодный декабрь 1989 года вызвал резкий всплеск цен на нефть и нефтепродукты (прежде всего на мазут), и финансисты (в особенности трейдеры на рынке облигаций) уже всерьез задумались о возможности роста инфляции. Рынок облигаций особенно чутко реагирует на динамику фьючерсных цен на нефть. Тенденции рынков золота и нефти также во многом определяют инвестиционную привлекательность акций золотодобывающих и нефтяных компаний, но об этом мы подробнее поговорим в главе 9.

СВЯЗЬ ФЬЮЧЕРСОВ НА МЕТАЛЛЫ И ЭНЕРГОНОСИТЕЛИ С ПРОЦЕНТНЫМИ СТАВКАМИ

Если рынки драгоценных металлов и нефти так важны сами по себе и столь существенно влияют на динамику индекса CRB, возникает вопрос: коррелируют ли они с процентными ставками? Корреляция с процентными ставками всегда служит своего рода лакмусовой бумажкой. Изучение рисунков 7.14 и 7.15 позволит читателю самостоятельно ответить на поставленный вопрос. В 1986 году падение доходности

РИСУНОК 7.14

Зависимость между доходностью казначейских облигаций (нижний график) и индексом фьючерсных цен CRB на драгоценные металлы (верхний график) в 1985—89 годах. Поскольку сектор драгоценных металлов является опережающим индикатором инфляции, он оказывает влияние на динамику процентных ставок. Индекс цен на металлы первым достиг пика в 1987 году, а затем оба показателя вместе падали до четвертого квартала 1989 года.

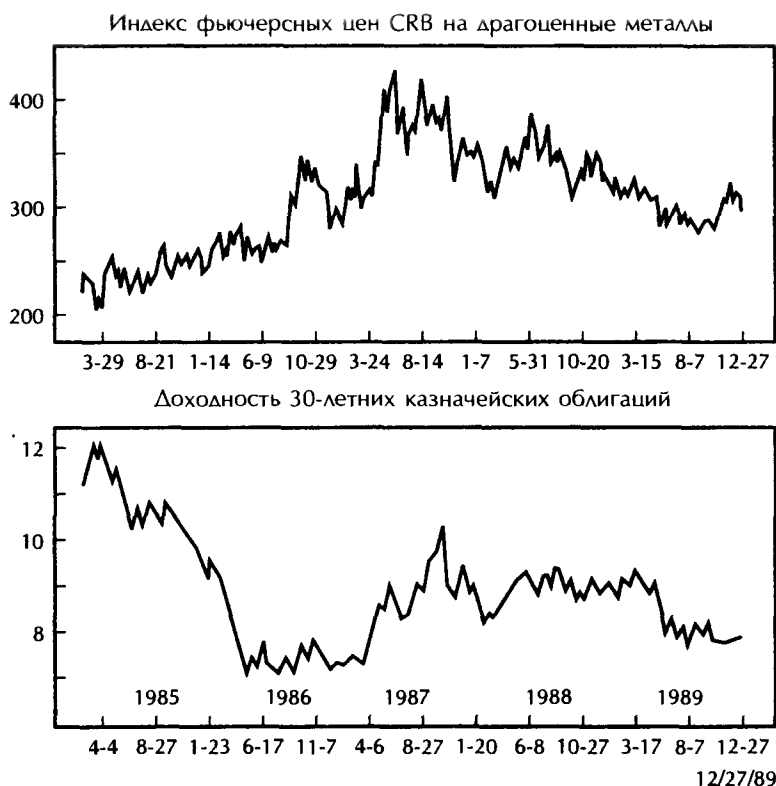
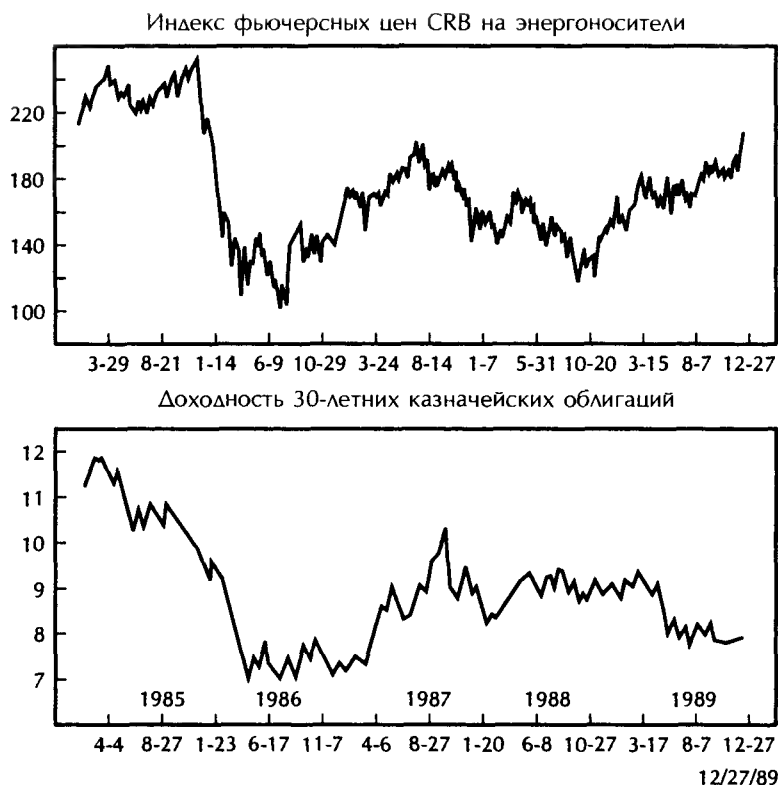


РИСУНОК 7.15

Зависимость между доходностью казначейских облигаций (нижний график) и индексом фьючерсных цен CRB на энергоносители (верхний график) в 1985—89 годах. Цены на энергоносители также влияют на динамику процентных ставок. Оба показателя повернули вверх в 1986 году. В 1987 году первым повернул вниз индекс цен на энергоносители. Бычий прорыв на рынках энергоносителей в конце 1989 года начинает «подтягивать» вверх процентные ставки.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

облигаций прекратилось главным образом под влиянием роста цен на нефть и металлы. И, наоборот, вершины на рынках металлов и нефтепродуктов в середине 1987 года на несколько месяцев опередили пик доходности облигаций. В конце 1989 года укрепление рынков металлов и нефтепродуктов остановило снижение доходности облигаций и способствовало ее некоторому росту.

Вывод напрашивается сам собой: для долгосрочных межрыночных исследований индекс CRB имеет неоспоримые преимущества перед индексами фьючерсных цен на драгоценные металлы и энергоносители. Однако в течение коротких промежутков времени определяющую роль в межрыночном анализе могут играть рынки золота и нефти как вместе, так и по отдельности. Поэтому за ними необходимо вести постоянное наблюдение.

ТОВАРНЫЕ РЫНКИ И ПОЛИТИКА ФРС

Пару лет назад тогдашний министр финансов Джеймс Бейкер предложил использовать корзину товаров, включающую золото, в качестве одного из индикаторов при выработке денежно-кредитной политики. С предложением использовать товарные

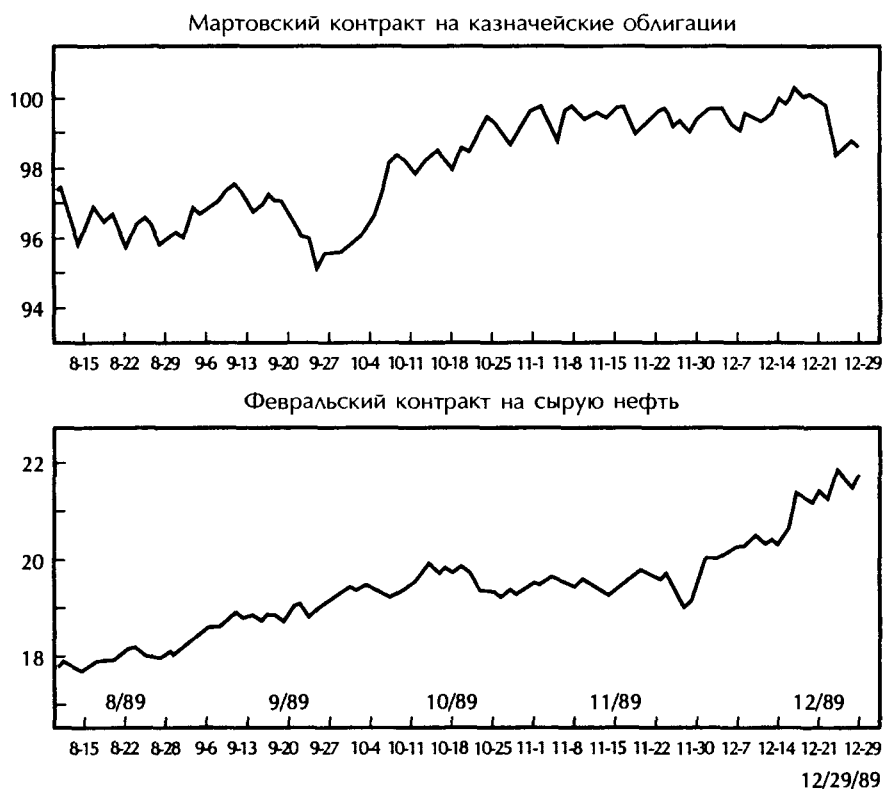
цены для уточнения и совершенствования денежно-кредитной политики выступили также члены Совета управляющих ФРС Уэйн Энджел и Роберт Хеллер. Исследования, проведенные У.Энджелом и аналитиками ФРС, доказали важную роль товарных цен как средства прогнозирования инфляционных процессов.

В феврале 1988 года вице-председатель ФРС Мануэль Джонсон в своем докладе на конференции в Институте Като подтвердил, что при разработке денежно-кредитной политики ФРС стала уделять больше внимания динамике финансовых рынков – в особенности изменениям курса доллара, товарных рынков и разницы процентных ставок (кривой доходности). Спустя две недели член Совета управляющих ФРС У.Энджел заявил, что динамика товарных цен всегда служила надежным показателем темпов инфляции, и не только в Соединенных Штатах, но и во всем мире.

Такие откровения из уст управляющих ФРС были важны по целому ряду причин. Помимо подтверждения надежности товарного сектора как опережающего индикатора инфляции, ФРС признала важность взаимосвязей между различными финансовыми рынками. Способность рынков отражать реальное положение дел в экономике также получила, наконец, «признание свыше». Руководство ФРС стало рассматривать рыночный механизм как высший критерий эффективности денежно-кредитной политики. Оно училось прислушиваться к рынкам, а не винить их во всех бедах. Протоколы ряда заседаний ФРС, содержащие данные о динамике товар-

РИСУНОК 7.16

Резкое повышение цен на нефть в четвертом квартале 1989 года сигнализировало об усилении инфляции, что вызвало снижение цен облигаций и рост их доходности.



ных рынков, являются еще одним доказательством превращения некоторых членов ФРС в ярых приверженцев анализа товарных цен.

Рост цен на товары связан с усилением инфляционного давления и обычно приводит к ужесточению денежно-кредитной политики ФРС. Падение цен на товары часто влечет за собой либерализацию денежно-кредитной политики. Иногда поведение товарных рынков затрудняет ФРС реализацию намеченных целей. Так, во второй половине 1989 года в финансовых кругах росло недовольство тем, что ФРС снижает процентные ставки слишком медленно для предотвращения возможного экономического спада.

Одним из препятствий на пути более кардинальной либерализации денежно-кредитной политики в конце 1989 года была относительная стабильность товарных рынков и рост цен на драгоценные металлы и нефтепродукты в четвертом квартале (рис. 7.16). В довершение всех бед, ударившие в декабре холода привели к стремительному взлету фьючерсных цен на нефтепродукты (особенно на мазут) и вызвали опасения, что в начале 1990 года произойдет резкое повышение двух самых распространенных показателей инфляции: индекса цен производства и индекса потребительских цен. Главная причина подобных опасений, а также пристального внимания к указанным индексам как со стороны финансовых кругов, так и со стороны ФРС состоит в том, что существенные изменения уровня товарных цен рано или поздно приводят к изменениям индексов PPI и CPI. Здесь мы подходим к завершающей теме этой главы – взаимосвязи между индексами CRB, PPI и CPI.

ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ ИНДЕКСОМ CRB И ИНДЕКСАМИ PPI И CPI

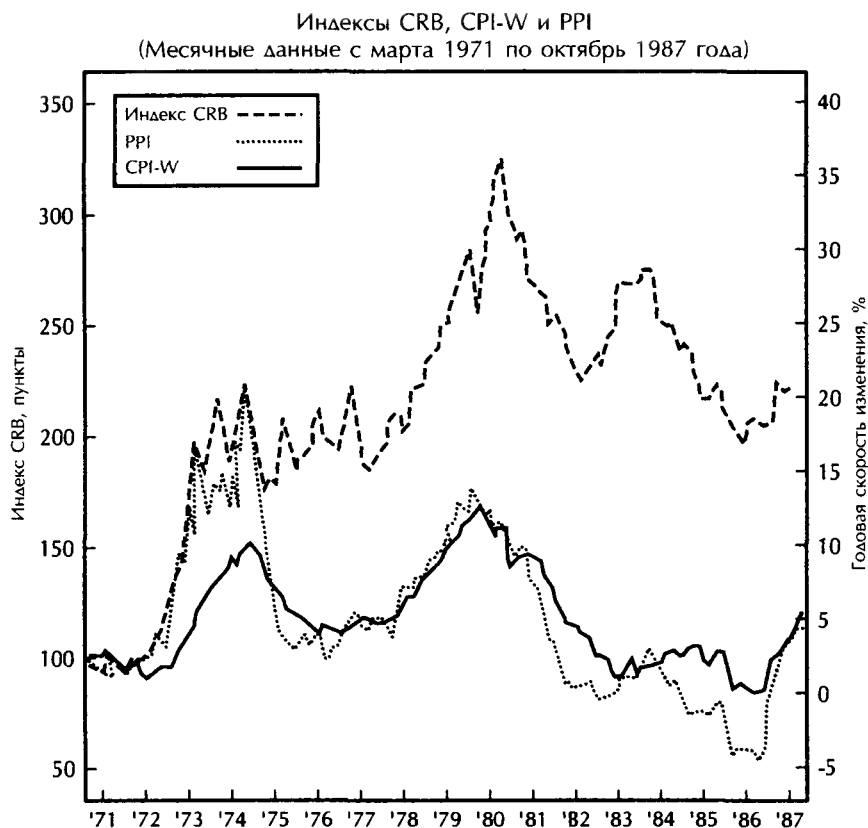
Для определения темпов инфляции большинство аналитиков использует такие популярные показатели инфляции как индекс потребительских цен (CPI) и индекс цен производства (PPI). Однако, по крайней мере с точки зрения трейдера, индексы PPI и CPI имеют серьезный недостаток – они являются запаздывающими индикаторами. Индекс PPI учитывает 2700 цен производства и является одним из показателей тенденций оптовых цен. Индекс CPI строится на базе 400 ценовых показателей, включающих розничные цены на товары и услуги, некоторые из которых зависят от процентных ставок (примерно половину индекса CPI составляют цены на услуги и половину – цены на товары). Оба индекса публикуются ежемесячно, но данные приводятся за предшествующий месяц. (В данной работе речь идет об индексе CPI-W, индексе потребительских цен для церковных служащих и городского населения, получающего зарплату.)

Индекс CRB измеряет текущую торговую активность по 21 виду сырьевых товаров каждые 15 секунд. (Первый фьючерсный контракт на индекс CRB был заключен в 1986 году на Нью-Йоркской фьючерсной бирже. Биржа также предоставляет в режиме реального времени данные о фьючерсных ценах на товары, составляющие индекс CRB.) Товарные рынки отражают цены на самой ранней стадии производства, поэтому вполне логично предположить, что представленные в индексе CRB товарные цены должны опережать оптовые цены, а те в свою очередь – розничные. Поскольку фьючерсные цены индекса CRB мгновенно поступают на дисплей трейдеров, это может также оказать мгновенное воздействие на другие рынки.

Несмотря на различие способов построения и разный состав, все три индекса демонстрируют сильную статистическую корреляцию. Эта тесная корреляция также очевидна при визуальном сравнении графиков годовой скорости изменения индексов CPI и PPI с текущими значениями индекса CRB (см. рис. 7.17 и 7.18). Индекс PPI отличается большей изменчивостью и чувствительностью по сравнению с индексом CPI. Динамика индекса CRB, отражающего цены на начальной стадии производства, теснее связана с индексом PPI, чем с индексом CPI. За десятилетний период с 1977 по 1987 год корреляция индекса CRB с индексом PPI составила 71%, а с индексом CPI – 68%. В этот же период индекс CRB опережал развороты индекса PPI в

РИСУНОК 7.17

Зависимость между индексом фьючерсных цен CRB и годовыми индикаторами скорости изменения индекса потребительских цен (CPI-W) и индекса цен производства (PPI) в 1971—87 годах. (Источник: «Белая книга индекса CRB: Исследование нетрадиционных методов применения фьючерсных контрактов на индекс CRB», подготовлено Powers Research, Inc., 30 Montgomery Street, Jersey City, NJ 07302, март 1988 года.)



Reproduced with permission of the New York Futures Exchange.

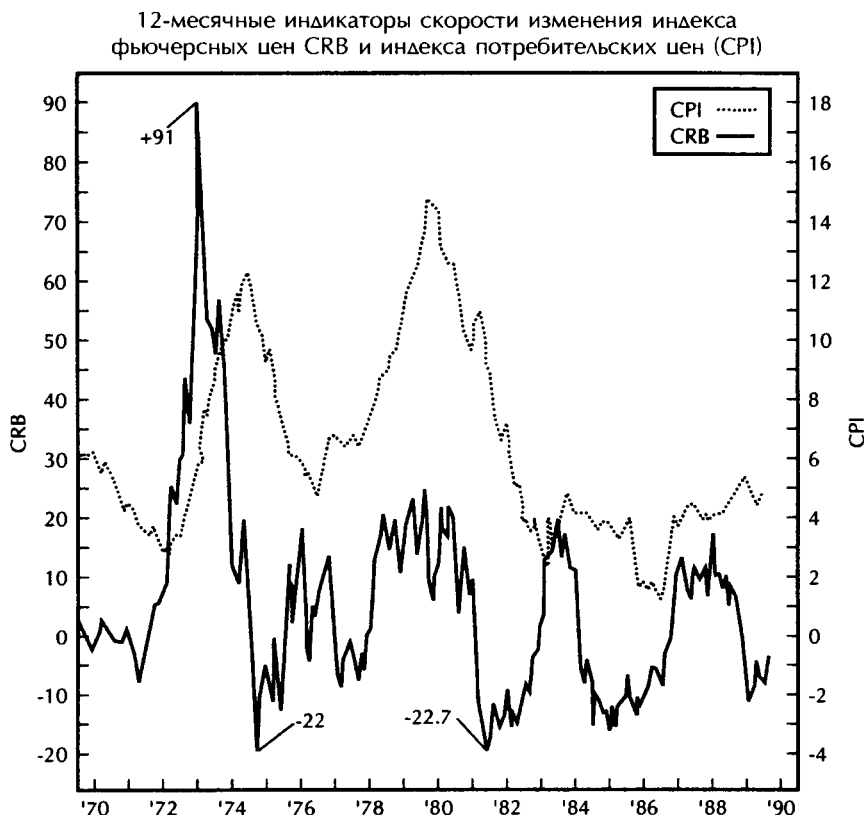
среднем на один месяц, а индекса CPI — на восемь месяцев. (Источник: «Белая книга индекса CRB: Исследование нетрадиционных методов применения фьючерсных контрактов на индекс CRB», Нью-Йоркская фьючерсная биржа, 1988 год, подготовлено Powers Research, Inc., Jersey City, NJ.)

Судя по годовой скорости изменения индекса CPI, в период с начала семидесятых годов по конец 1987 года направление инфляции кардинально менялось шесть раз. Четыре раза из шести индекс CRB опережал развороты индекса CPI в среднем на восемь месяцев. В двух случаях, когда индекс CRB разворачивался после индекса CPI (в 1977 и 1980 годах), средний период отставания составлял семь с половиной месяцев. Минимум индекса CRB 1986 года, ставший сигналом окончания дезинфляции начала восьмидесятых, опередил бычий разворот индекса CPI на пять месяцев.

Приведенные статистические данные и графики показывают, что индекс CRB весьма эффективен как индикатор, позволяющий прогнозировать изменения индексов PPI и CPI, зачастую с опережением на несколько месяцев. Даже в случае отставания индекса CRB от индекса CPI (например, в 1980 году, когда индекс CRB достиг пика спустя семь месяцев после индекса CPI) динамика товарных рынков может использоваться для подтверждения важных изменений направления инфляции. (Вер-

РИСУНОК 7.18

Сравнение 12-месячных индикаторов скорости изменения индекса фьючерсных цен CRB и индекса потребительских цен (CPI) в 1970—89 годах. (Источник: Ежегодник индекса CRB 1990, Бюро по исследованию товарных рынков, 75 Wall Street, New York, NY 10005.)



шина на рынке золота в январе 1980 года стала опережающим сигналом важных пиков индекса CPI в марте и индекса CRB в ноябре того же года.) По самым грубым меркам, которых придерживаются многие аналитики, изменение индекса CRB на 10% через шесть-восемь месяцев вызывает изменение индекса CPI на 1% в том же направлении.

СВЯЗЬ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК С ИНДЕКСАМИ CRB, PPI И CPI

В цитировавшейся выше работе также указывается, что в торговле облигациями опасно полагаться на показания индексов PPI и CPI. Согласно результатам этого же исследования, индекс CRB зарекомендовал себя как превосходный индикатор динамики процентных ставок. За пятнадцать лет – с 1973 по 1987 год – корреляция индекса CRB с доходностью 10-летних казначейских бумаг составила 80%, а корреляция индексов PPI и CPI – 70% и 57%, соответственно. В период с 1982 по 1987 год корреляция между индексом CRB и доходностью казначейских бумаг достигла 90%, а индексы PPI и CPI показали результаты соответственно в 64% и -67%. (В предыдущих главах уже обсуждалась сильная *отрицательная* корреляция между индексом CRB и *ценами* на казначейские облигации.)

В обоих случаях корреляция между индексом CRB и постоянной доходностью к погашению по 10-летним казначейским бумагам существенно превышает значения корреляции двух других индикаторов инфляции. Практика показывает, что трейдеры на рынке облигаций больше полагаются на индекс CRB, обеспечивающий ежеминутно обновляемые данные об инфляции, и уделяют гораздо меньше внимания индексам PPI и CPI, значения которых публикуются раз в месяц и успевают к этому моменту безнадежно устареть.

РЕЗЮМЕ

В этой главе подробно рассматривались различные товарные индексы. Мы сравнили индекс *фьючерсных* цен CRB с индексом *спотовых* цен CRB и показали, что последний может быть далее разделен на индекс спотовых цен на *промышленное сырье* и индекс спотовых цен на *продукты питания*. Если индекс спотовых цен CRB в большей степени определяется ценами на промышленное сырье, то индекс фьючерсных цен CRB имеет более сильную корреляцию с индексом спотовых цен на продукты питания. Сравнение индекса *Journal of Commerce (JOC)*, составленного только по ценам промышленного сырья, с более сбалансированным индексом фьючерсных цен CRB выявило более сильную корреляцию последнего с процентными ставками. Мы обосновали опасность полного исключения цен на продукты питания из инфляционной картины и наглядно продемонстрировали, что помимо необходимости отслеживать все товарные индексы важно также знать состав каждого из них.

Дробление индекса фьючерсных цен CRB на девять подгрупп позволило по-новому подойти к анализу различных рыночных секторов и расширило возможности для межрыночных сравнений. Мы выяснили, что особое внимание следует уделять секторам *зерновых, металлов и энергоносителей*. Цены на *металлы и энергоносители* важны сами по себе и часто играют ключевую роль в межрыночном анализе.

При выработке денежно-кредитной политики ФРС внимательно следит за динамикой товарных цен. Это объясняется тем, что значительные ценовые тенденции на товарных рынках со временем оказывают воздействие на индекс цен производства (PPI) и индекс потребительских цен (CPI).

Международные рынки

Все предыдущие главы были посвящены анализу взаимосвязей только между внутренними рынками США. Была исследована зависимость между четырьмя главными финансовыми секторами: валютами, товарами, процентными ставками и акциями. Мы стремились показать, что трейдер не должен ограничиваться изучением только одного интересующего его рынка. Поскольку каждый из четырех финансовых секторов связан с остальными тремя, всесторонний технический анализ одного сектора должен включать в себя и анализ трех других. Цель такого анализа – изучение многообразных связей, в которые вовлечен каждый конкретный рынок. В этой главе мы сделаем еще один шаг вперед – рассмотрим роль международных рынков в системе межрыночного анализа.

Первоочередная задача данной главы – определение роли и места рынка акций США в системе глобальных межрыночных связей. С этой целью анализ двух других крупнейших мировых рынков – британского и японского – будет рассматриваться как неотъемлемая часть технического анализа рынка акций США. Мы продемонстрируем, каким образом наблюдение за зарубежными рынками может помочь в понимании текущих событий на рынке акций США и почему так важно быть в курсе происходящего за рубежом.

Мы также рассмотрим влияние глобальных тенденций движения инфляции и процентных ставок на мировые рынки акций. Сопоставление динамики этих трех экономических показателей убеждает, что принципы межрыночного анализа, используемые внутри одной страны, применимы и в мировом масштабе. Проведение подобных глобальных сравнений рынков в конце восьмидесятых свидетельствовало о весьма неустойчивом положении мировых рынков акций на рубеже нового десятилетия.

Второй по величине рынок акций находится в Японии. Согласно результатам межрыночного анализа, экономическое состояние Японии на пороге девяностых характеризовалось ослаблением национальной валюты и ростом инфляции. Ужесточение денежно-кредитной политики, нацеленное на борьбу с инфляцией, привело к повышению процентных ставок и падению цен на облигации – поистине удушающей комбинации для японского рынка акций. Также будет показано, что межрыночный анализ финансовой ситуации в Японии свидетельствовал не только о возможном падении японского рынка акций, но и давал основания для малоутешительных прогнозов относительно рынка акций США.

МИРОВЫЕ РЫНКИ АКЦИЙ

На рисунках 8.1—8.5 сравниваются три крупнейших мировых рынка акций – американский, японский и британский – за пятилетний период с 1985 года по конец 1989 года. Эти рисунки, совмещающие графики всех трех рынков методом наложения, наглядно показывают, что мировые рынки обычно движутся в одном направлении. И это вполне закономерно. Цены отдельных акций в каждой стране определяются бычьими или медвежьими тенденциями рынка акций в целом. Это не означает, что все акции растут или падают в цене одновременно или с одинаковой скоростью, но каждая из них испытывает на себе воздействие господствующей тенденции рынка. То же самое происходит и в мировом масштабе. Бычьи и медвежьи тенденции носят *глобальный* характер.

Конечно, повышение или понижение рынков акций в различных странах также не может происходить одновременно или с одинаковой скоростью, но все они испытывают на себе влияние глобальной тенденции. Американский инвестор перед покупкой той или иной акции прежде всего попытается определить общее направление движения американского рынка акций. Точно также анализ рынка акций США будет неполным без определения господствующей тенденции мировых рынков акций. (Здесь следует отметить, что тенденции движения процентных ставок и инфляции также носят глобальный характер.)

РИСУНОК 8.1

Сравнение японского, американского и британского рынков акций в 1985—89 годах.

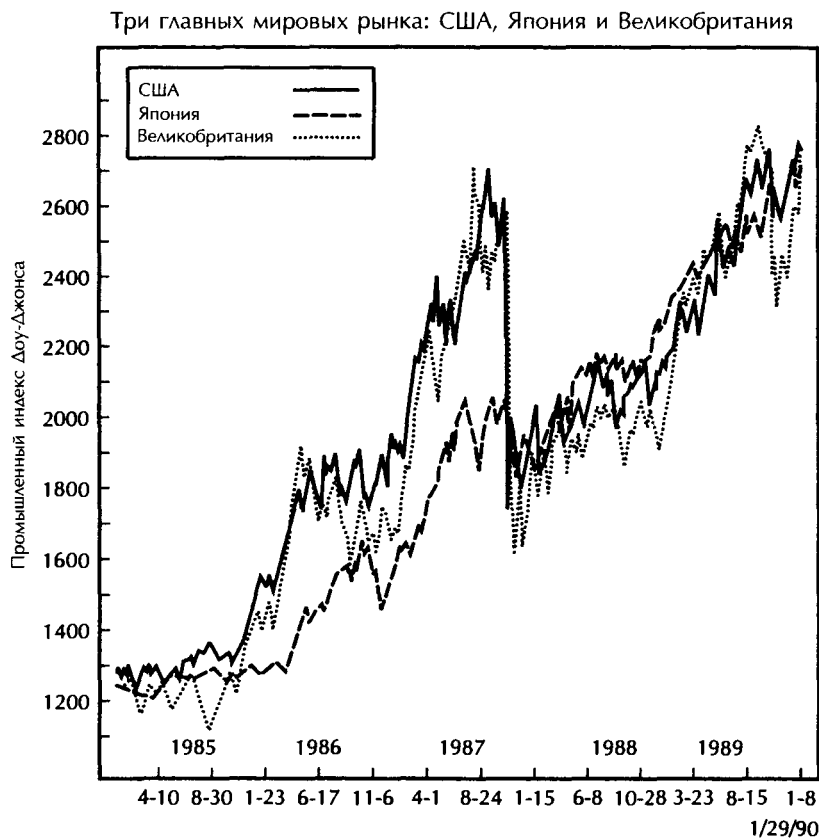
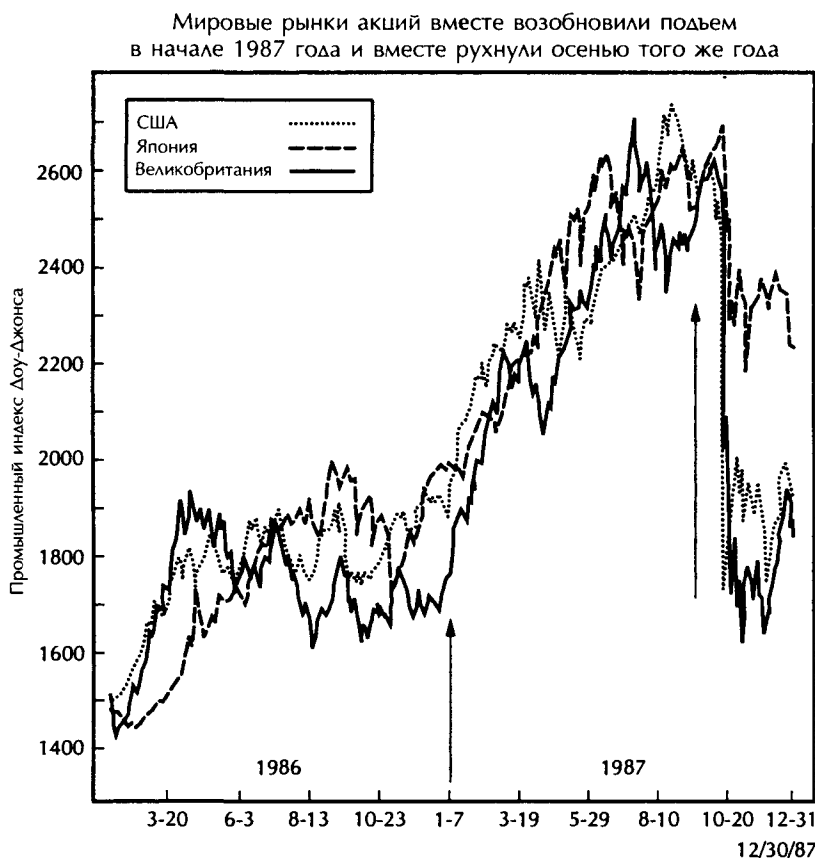


РИСУНОК 8.2

На трех крупнейших мировых рынках акций в начале 1987 года одновременно возобновились восходящие тенденции, а затем рынки вместе рухнули осенью того же года.



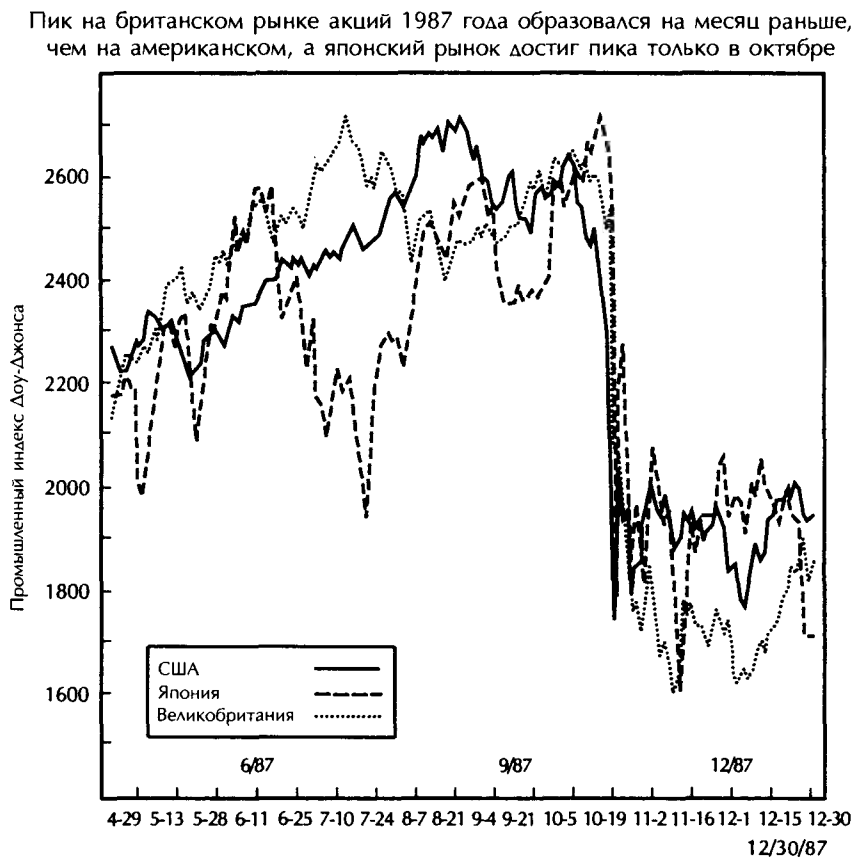
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

На рисунке 8.1 показана устойчивая восходящая тенденция, продолжавшаяся с 1985 по конец 1989 года и ненадолго прервавшаяся осенью 1987 года, когда на всех трех рынках произошел обвал. Рисунок 8.2 позволяет более подробно рассмотреть события 1986—87 годов. В начале 1987 года на всех трех рынках завершилась фаза консолидации, и возобновились устойчивые бычьи тенденции. Во второй половине 1987 года все три рынка испытали сильнейшие корректирующие спады. Рисунок 8.3, демонстрирующий процесс крушения мировых рынков в 1987 году, позволяет сделать два важных вывода:

- в 1987 году рухнули все три рынка акций,
- первым достиг пика британский рынок, а последним – японский.

РИСУНОК 8.3

В 1987 году первым достиг пика британский рынок акций (июль), затем американский (август) и в последнюю очередь японский (октябрь). Согласно историческим данным, британский рынок обычно поворачивает вниз раньше американского.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ОБВАЛ МИРОВЫХ РЫНКОВ В 1987 ГОДУ

Первый важный вывод состоит в том, что во второй половине 1987 года произошло обвальное падение всех мировых рынков. С глобальной точки зрения события в Соединенных Штатах представляли собой только небольшой фрагмент куда более внушительной картины. В этой связи упорное стремление некоторых аналитиков считать основной причиной падения американского рынка акций *программную торговлю* вызывает серьезные возражения. Если программная торговля была главным фактором падения рынка акций США, то что же вызвало обвал рынков акций в других странах, где *программная торговля* тогда еще не практиковалась? Совершенно ясно, что на мировой арене действовали и действуют более мощные экономические силы. А о *программной торговле* мы еще поговорим в главе 14.

Второй вывод касается хронологической последовательности разворотов на трех рынках. Пик на британском рынке акций появился в июле 1987 года, на целый месяц опередив пик рынка акций США, образовавшийся только в августе. Обычно британский рынок поворачивает вниз с опережением американского. (Осенью 1989 года британский рынок акций начал падать на месяц раньше обвала на американс-

РИСУНОК 8.4

Сравнение трех рынков акций после глобального кризиса 1987 года. Первым оправился от потрясения японский рынок, обеспечив долгожданную стабильность мировых рынков акций.

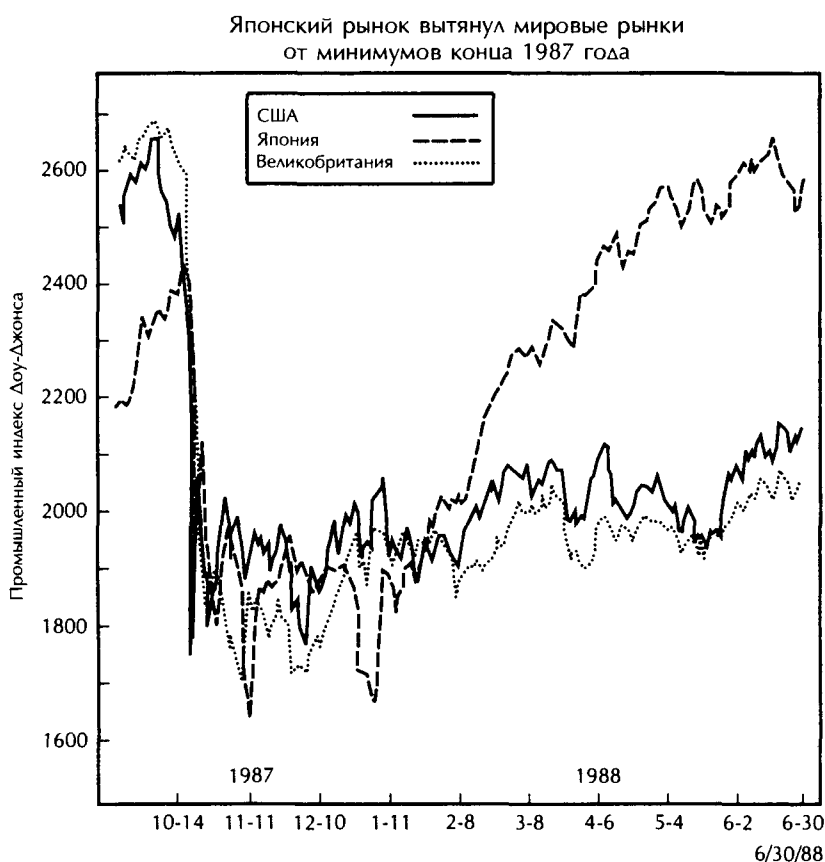
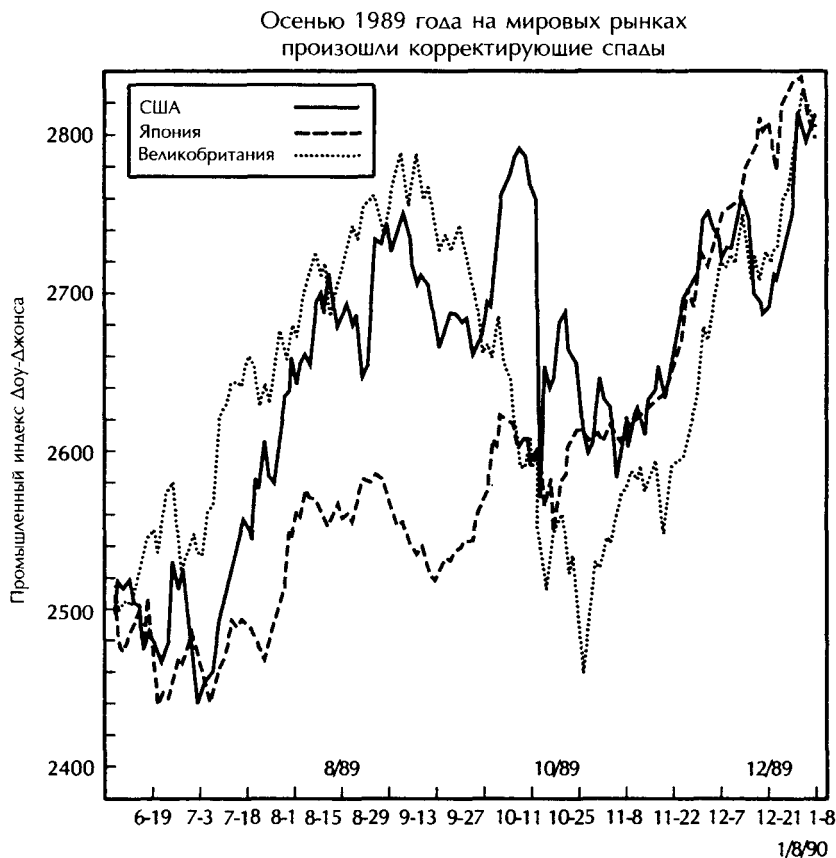


РИСУНОК 8.5

В октябре 1989 года на всех рынках произошел своего рода мини-кризис, после которого они до конца года повышались. Британский рынок начал стремительно падать в сентябре, опередив рынок США примерно на месяц. Подъем японского рынка до новых максимумов в четвертом квартале на некоторое время продлил бычью тенденцию на мировых рынках. С наступлением 1990 года всех рынки демонстрируют признаки слабости.



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

ком рынке, произошедшего в середине октября. За 60 лет до этого, пик на британском рынке акций *на целый год* опередил крушение американского рынка в 1929 году.) Японский рынок достиг пика только в октябре 1987 года, когда обвальное падение рынков акций уже приняло глобальные масштабы.

Из рисунка 8.4 видно, что японский рынок первым повернул вверх в конце 1987 года. Рисунок 8.5 демонстрирует новый корректирующий спад на мировых рынках в октябре 1989 года. После глобального подъема, продолжавшегося до конца этого года, к началу нового десятилетия на мировых рынках акций вновь появились признаки слабости.

БРИТАНСКИЙ И АМЕРИКАНСКИЙ РЫНКИ АКЦИЙ

Рисунки 8.6—8.10 позволяют наглядно сопоставить динамику американского и британского рынков акций с 1985 по начало 1990 года. Хотя полного совпадения графиков не наблюдается, сильная корреляция между ними не вызывает сомнений. Необходимость отслеживания обоих рынков объясняется тесными историческими связями между ними. Одно из преимуществ межрыночного анализа состоит в том, что перспективы развития одного рынка часто помогает прояснить изучение графиков связанного с ним рынка. Как уже говорилось выше, британский рынок обычно достигает пика раньше американского. На рисунке 8.6 отмечены три подобных случая: пики начала 1986, конца 1987 и конца 1989 годов. (Если вспомнить сравнительно недавнее прошлое, то пикам на рынке акций США 1929, 1956, 1961, 1966, 1972 и 1976 годов также предшествовали пики на британском рынке акций.)

На рисунке 8.7 сравниваются британский и американский рынки на протяжении 1986 года. Пик на британском рынке весной 1986 года и последовавшая за ним коррекция совпали с периодом консолидации американского рынка. Прорыв важной нисходящей линии тренда на британском рынке в декабре стал верным сигналом скорого возобновлении восходящей тенденции на американском рынке.

РИСУНОК 8.6

Сравнение британского и американского рынков акций в 1985—89 годах. Поскольку эти рынки имеют традиционно сильную корреляцию, необходим их совместный анализ для своевременного выявления признаков подтверждения или расхождения. Британский рынок опередил американский в образовании последних трех важных пиков в 1986, 1987 и 1989 годах.

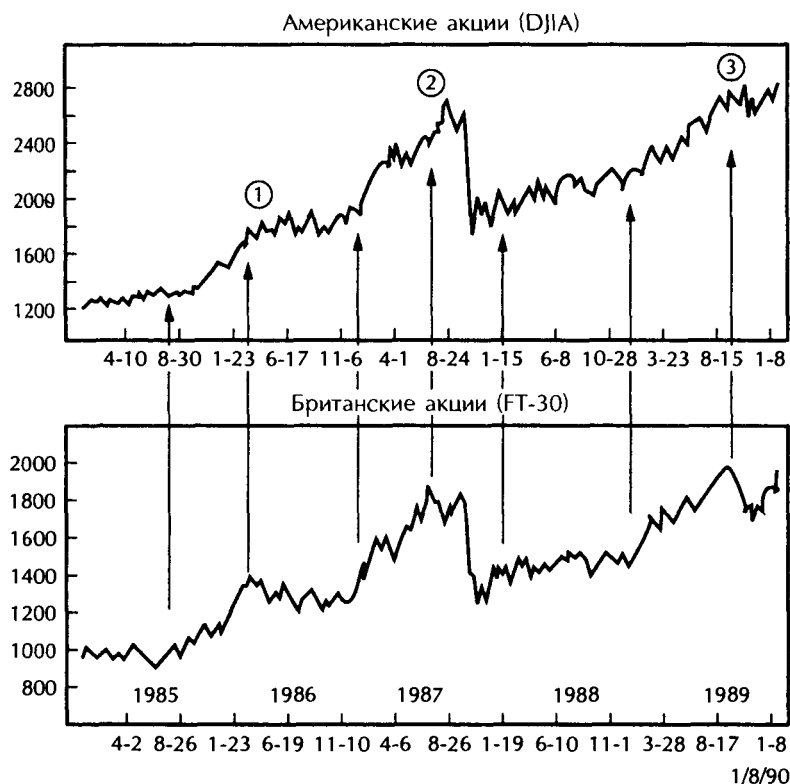
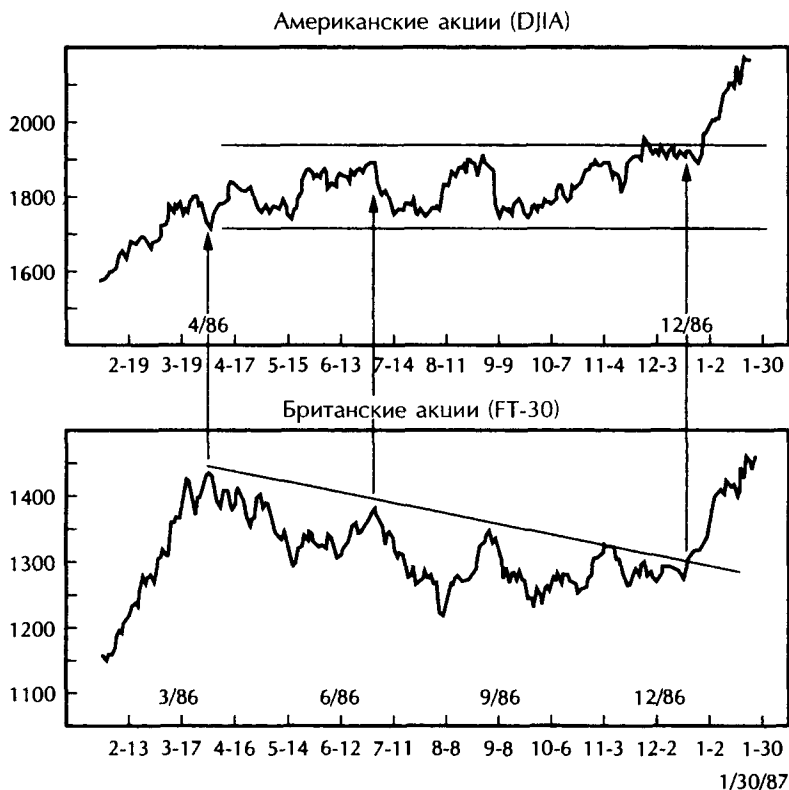


РИСУНОК 8.7

Сравнение британского и американского рынков акций в 1986 году. Пик на британском рынке весной 1986 года и бычий прорыв в декабре совпали по времени с длительным периодом консолидации американского рынка акций.



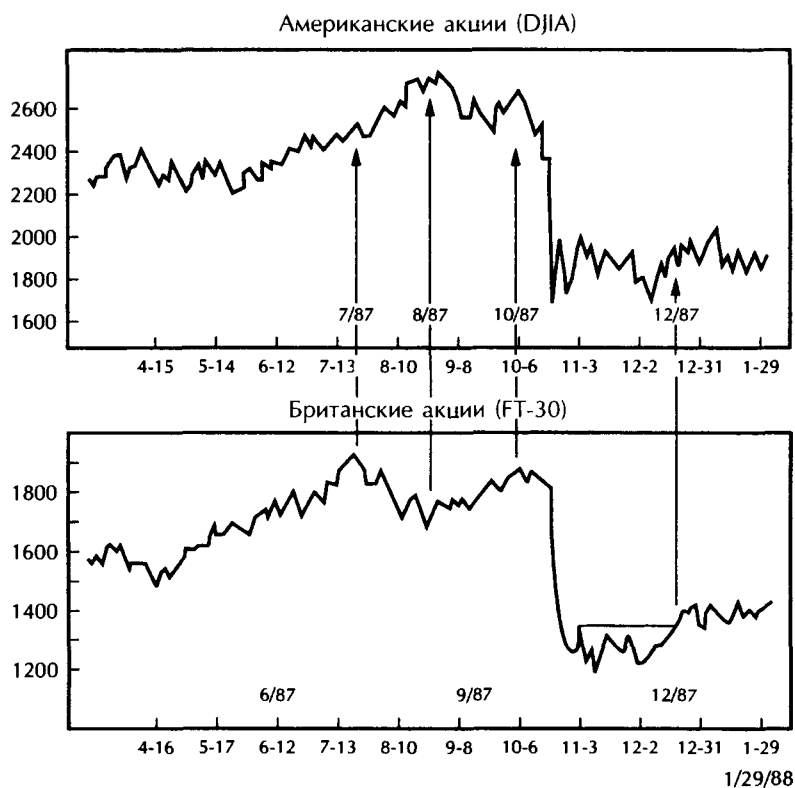
Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.

Как видно из рисунка 8.8, британский рынок достиг пика в июле 1987 года, на месяц раньше появления вершины на американском рынке. В четвертом квартале того же года на британском рынке сформировалась модель разворота «двойное основание», ставшая ранним сигналом завершения обвала мировых рынков акций. На рисунке 8.9 отражена консолидация обоих рынков накануне возобновления бычьих тенденций в январе 1989 года.

Рисунок 8.10 демонстрирует ценность межрыночных сравнений и анализа расхождений. Британский индекс *Financial Times*—*Лондонской фондовой биржи по 100 акциям* (Financial Times Stock Exchange 100 share index, FTSE) достиг пика в середине сентября 1989 года и начал быстро падать. А американский *промышленный индекс Доу-Джонса* (DJIA) в начале октября установил новый максимум. Любой технический аналитик, обнаруживший столь серьезное расхождение между этими важнейшими индексами, сразу заподозрил бы неладное, и «мини-кризис» на Нью-Йоркской фондовой бирже 13 октября 1989 года не стал бы для него неожиданностью. Из рисунка 8.10 видно, что подъем американского рынка, продолжавшийся до конца 1989 года, также начался с прорыва нисходящей линии тренда на британском рынке. Конец десятилетия ознаменовался пиками на обоих рынках.

РИСУНОК 8.8

Сравнение британского и американского рынков акций в 1987 году. Летом 1987 года британский рынок достиг вершины на месяц раньше американского, а в конце года на нем завершилось формирование модели разворота «двойное основание».



Reproduced with permission by Knight Ridder's Tradecenter. Tradecenter is a registered trademark of Knight Ridder's Financial Information.